



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Transição para a IFRS 16: Análise de *value relevance* para empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Ana Filipa Miranda Alves

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa
2020



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Transição para a IFRS 16: Análise de *value relevance* para empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

Ana Filipa Miranda Alves

sob orientação de
Prof. Doutora Maria José Fonseca
Prof. Doutor Ricardo Ribeiro

Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa
Março 2020

Agradecimentos

À minha orientadora, Professora Doutora Maria José Fonseca e ao meu coorientador, Professor Doutor Ricardo Ribeiro, pela disponibilidade demonstrada, pelos conselhos e esclarecimentos, ao longo do trabalho, imprescindíveis para a sua conclusão.

À minha família, em especial aos meus avós e ao meu irmão, pela dedicação e apoio em todas as etapas profissionais e académicas. Acima de tudo por sempre acreditarem sempre em mim.

Ao meu namorado, pela compreensão, paciência e apoio incondicional.

Resumo

O método de contabilização das locações ao abrigo da IAS 17 – Locações foi alvo de debate ao longo dos anos, pelo facto de possibilitar que, através de locações operacionais, um locatário tivesse montantes significativos de direitos e obrigações não reconhecidas no seu balanço.

Para colmatar esta lacuna, em 1 de janeiro de 2019, entrou em vigor a IFRS 16, que introduziu um modelo único de contabilização de locações para locatários.

Neste contexto, o presente estudo visa analisar o impacto da adoção da IFRS 16, em 2019, nas empresas cotadas em bolsa em Portugal.

Para dar resposta a este objetivo, recorreu-se a um modelo de *value relevance*, introduzido por Ohlson (1995) e amplamente utilizado na literatura, que avalia a relevância das informações contabilísticas através da sua capacidade para explicar os preços das ações.

Os resultados obtidos indicam que os ajustamentos resultantes da adoção da IFRS 16 são relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado. Assim, admitindo que, o mercado incorpora nos preços a informação pública disponível, as evidências sugerem que a adoção da IFRS 16 originou uma correção nas estimativas efetuadas pelos participantes no mercado, nomeadamente em empresas onde o impacto é negativo, mas menos gravoso do que estes haviam estimado com base nas informações divulgadas no anexo às demonstrações financeiras.

Em síntese, a adoção da IFRS 16 traz conteúdo informativo adicional para o mercado de capitais, e desse modo, a introdução da norma aumenta a utilidade da informação para os destinatários.

Palavras-chave: locações; direito de uso, IFRS 16; IAS 17; *value relevance*; Euronext Lisbon.

Abstract

The leases' accounting method regarding IAS 17 was a matter of discussion throughout the years since it enables that through the operational leases an entity can possess significant amounts of rights and liabilities not acknowledged in their balance sheet.

To cease this gap, in the January 1st of 2019, came into effect the IFRS 16, which introduced a sole model to account the leases.

Therefore, this paper aims to analyze the impact of the adoption of IFRS 16 – Leases, in 2019, by companies listed in the Portuguese stock market.

To accomplish the aim of this paper, it was utilized a value relevance model, widely used by prior literature, introduced by Ohlson (1995), which evaluates the relevance of accounting information through its ability to explain companies' market value.

The findings highlight that the resulting adjustments of IFRS 16' adoption were relevant to the companies' market evaluation. Therefore, on the assumption that, the market embodies in the prices the available public information, the evidences suggest that the adoption of IFRS 16 led to a rectification on the estimations made by the market participants, namely in companies where the impact is negative, although less severe than estimated by them based in the notes to the financial statements.

In synthesis, the adoption of IFRS 16 brings additional informative content to the capital market, thereby, this standard's introduction increases the information's utility to the market participants.

Keywords: leases; right of use; IFRS 16; IAS 17; value relevance; Euronext Lisbon.

Índice

Agradecimentos	v
Resumo.....	vii
Abstract	ix
Índice de Figuras.....	xiii
Índice de Tabelas	xv
Lista de Siglas.....	xvii
 Capítulo 1 - Introdução.....	 1
 Capítulo 2 - Revisão de literatura.....	 5
2.1 Enquadramento normativo	5
2.1.1 Antecedentes	5
2.1.2 História até à implementação da IFRS 16	9
2.1.3 A IFRS 16.....	14
2.2 Evidências empíricas	22
 Capítulo 3 - Hipóteses teóricas	 35
 Capítulo 4 - Método Econométrico	 37
 Capítulo 5 -Análise empírica	 43
5.1 Descrição dos dados	43
5.2 Estatísticas descritivas	44
5.3 Análise preliminar	47
5.4 Resultados da estimação	49
 Capítulo 6 -Conclusão.....	 56
 Bibliografia.....	 58
Anexos.....	65

Índice de Figuras

Figura 1 - Análise preliminar do ajustamento do resultado líquido no preço das ações.....	47
Figura 2 - Análise preliminar do ajustamento do direito de uso no preço das ações.....	48
Figura 3 - Análise preliminar do ajustamento do passivo da locação no preço das ações.....	48

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Estatísticas descritivas.....	44
Tabela 2 – Resultados da estimação.....	50

Lista de Siglas

EBIT – *Earnings before interests and taxes*

EBITDA – *Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

IAS – *International Accounting Standards*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IASC - *International Accounting Standards Committee*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

ROA – *Return-on-assets*

ROE – *Return-on-equity*

TN – *Teste de normalidade*

VIF - *Variance Inflation Factor*

Capítulo 1

Introdução

O método de contabilização das locações tem sido amplamente debatido no decorrer dos anos por académicos, profissionais da área económico-financeira e por utilizadores da informação financeira, dado que a IAS 17– Locações, norma que antecedeu a IFRS 16 – Locações, possibilitava às empresas que operações semelhantes fossem contabilizadas de forma distinta, o que originava uma redução da qualidade da informação financeira, assim como uma dificuldade na comparabilidade entre empresas.

Além disso, apesar de as empresas ao abrigo da IAS 17 serem obrigadas a divulgar no anexo às demonstrações financeiras informação relativa às locações operacionais, de acordo com a literatura, essas notas eram insuficientes para os utilizadores da informação financeira realizarem as suas análises.

O objetivo do IASB com a implementação da IFRS 16, em 1 de janeiro de 2019, foi o de colmatar as lacunas acima referidas, introduzindo um modelo único de contabilização das locações para locatários, que prevê o reconhecimento por parte destes de praticamente todas as locações no balanço e a eliminação da distinção entre locações operacionais e financeiras para os locatários.

Vários autores debruçaram-se sobre os eventuais impactos que o novo normativo representaria nas demonstrações financeiras das empresas, assim como para os utilizadores das mesmas, como é o caso de Lindsey (2006), Xu et al. (2017) e Giner e Pardo (2018). Deste modo, no seguimento dos potenciais

impactos indicados pela literatura anterior, a presente dissertação tem como objetivo responder à seguinte questão:

Qual o impacto da entrada em vigor da IFRS 16 no preço das ações das empresas cotadas na Euronext Lisbon?

Este estudo contribui para a literatura, uma vez que à data já são conhecidas as demonstrações financeiras após a introdução da IFRS 16 e, assim, é possível conhecer os impactos efetivos da norma, o que não se verificava nos estudos anteriores que se viram obrigados a estimar os efeitos esperados da capitalização das locações operacionais com base nas divulgações antes efetuadas no anexo às demonstrações financeiras.

Com o propósito de dar resposta à questão de investigação, estimou-se um modelo de *value relevance*, amplamente utilizado pela literatura, introduzido por Ohlson (1995), que avalia a relevância das informações contabilísticas através da sua capacidade para explicar os preços das ações.

O modelo foi estendido no capítulo referente à metodologia, dando origem a variáveis adicionais, de forma a examinar a relevância específica de cada uma das componentes, nomeadamente o ajustamento no capital próprio e no resultado líquido assim como, o direito de uso e o passivo subjacente, nas cotações.

A amostra do presente estudo contempla 32 empresas que integram a *Euronext Lisbon*, que apresentam as suas demonstrações financeiras de acordo com as IAS/IFRS. Os dados foram obtidos nas demonstrações financeiras relativas ao 1º semestre de 2019, ano em que se iniciou a adoção da IFRS 16, sendo que à data da realização do estudo ainda não estavam disponíveis as demonstrações financeiras anuais.

Os resultados obtidos indicam que os ajustamentos resultantes da adoção da IFRS 16 são relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado. Assim, admitindo que o mercado já vinha a incorporar nos preços a informação pública disponível, as evidências sugerem que a adoção da IFRS 16 originou uma correção nas estimativas efetuadas pelos participantes no mercado, nomeadamente em empresas onde o impacto é negativo, mas menos gravoso do que estes haviam estimado com base nas informações divulgadas no anexo às demonstrações financeiras.

Os resultados são consistentes com o estudo de Nelson e Taylor (2007), que já indicava que poderia haver algum enviesamento no sentido de penalizar mais as locações fora do balanço. Os participantes do mercado de capitais tendiam a valorizar excessivamente as locações operacionais que estavam fora do balanço, em parte devido ao maior esforço que tinham de fazer para obter essa informação. Assim, é de admitir que os ajustamentos decorrentes da IFRS 16 sejam relevantes para o mercado na medida em que permitiram corrigir esse enviesamento.

Com efeito, as evidências sugerem que a adoção da IFRS 16 traz informativo adicional para o mercado de capitais, e desse modo, a introdução da norma não só aumenta a utilidade da informação para o mercado, como também reforça, através da capitalização das locações operacionais, a comparabilidade das demonstrações financeiras de empresas com diferentes opções de financiamento dos seus ativos.

O presente estudo é composto por seis capítulos, sendo o primeiro esta introdução. O segundo capítulo diz respeito à revisão de literatura, que inclui uma síntese do enquadramento normativo, desde a aplicação da IAS 17 à implementação da IFRS 16, assim como o levantamento das diversas conclusões de autores que já realizaram investigações acerca deste tema. No terceiro capítulo é formulada a hipótese de investigação, enquanto no quarto é explanado o

método utilizado no presente estudo. Posteriormente, no quinto capítulo são descritos os critérios da definição da amostra assim como o método de recolha de dados, as estatísticas descritivas das variáveis, a análise preliminar e por fim os resultados da estimação. Finalmente, o capítulo seis apresenta uma síntese das principais conclusões.

Capítulo 2

Revisão de literatura

2.1 Enquadramento normativo

2.1.1 Antecedentes

As locações são um serviço utilizado pela maioria dos agentes económicos como alternativa aos métodos tradicionais de aquisição de ativos (Liviu-Alexandru, 2018). De acordo com Nuryani et al. (2015), a opção por financiamento através de locação deve-se essencialmente ao facto de ser mais acessível financeiramente, face a outras opções de financiamento.

A primeira norma internacional referente a locações, *International Accounting Standard 17 – Contabilização das locações* (IAS 17), foi emitida em 1982. Em 1997, o *International Accounting Standards Committee* (IASC) emitiu uma nova versão da norma, IAS 17 – Locações, que entrou efetivamente em vigor em 1999. Em dezembro de 2003, a IAS 17 - Locações foi revista e adotada pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) ficando em vigor até 31 de dezembro de 2018.

Nesta norma, a locação era definida como um acordo pelo qual o locador transmite ao locatário o direito de usar um ativo por um período de tempo em troca de um pagamento ou série de pagamentos (IAS 17, §4).

Posto isto, o locatário registava uma locação como operacional ou financeira.

A IAS 17 utilizava como princípio base o conceito de risco e benefícios e, desse modo, a classificação como locação operacional ou financeira dependia dos riscos e benefícios inerentes à propriedade do ativo serem ou não substancialmente

transferidos para o locatário. Se essa transferência ocorresse, estava-se perante uma locação financeira, se não, perante uma locação operacional (IAS 17, §4).

Após a identificação do tipo de locação, tratando-se de uma locação operacional, o locatário reconhecia a renda da locação numa base linear na demonstração dos resultados e no anexo às demonstrações financeiras divulgava com detalhe as obrigações associadas a esta locação, por um valor não descontado.

A sua contabilização era, portanto, semelhante aos contratos de serviços (IASB, 2016b) e estas eram conhecidas como locações “off-balance sheet”.

No caso de uma locação financeira, o locatário reconhecia no balanço o ativo locado e o passivo associado, sendo o ativo subsequentemente depreciado e o passivo diminuído à medida que os pagamentos eram efetuados.

O modelo de contabilização das locações foi sofrendo críticas ao longo dos anos devido à possibilidade de ativos e passivos não estarem presentes no balanço, como mencionado por autores como Duke et al. (2009), Cornaggia et al. (2013), Nuryani et al. (2015), Wong e Joshi (2015), Öztürk e Serçemeli (2016), Bunea-Bontaş (2017), Díaz e Ramírez (2018a) e Maglio et al. (2018)

As críticas prendiam-se essencialmente com o facto de que a aplicação da IAS 17 não providenciava uma imagem completa dos ativos controlados pelo locatário e dos pagamentos que economicamente este não podia evitar (IASB, 2016b).

O IASB observou que mais de 14 000 empresas cotadas, pertencentes à América do Norte, Europa, Ásia/Pacífico, América Latina; África/Médio Oriente, divulgavam informações sobre locações não registadas no balanço no anexo às suas demonstrações financeiras e o valor dessas locações totalizava cerca de 2,18 triliões de dólares. É de notar ainda que cerca de 1 145 empresas representavam mais de 80% desse valor, o que significava que cada uma detinha, em média, fora do balanço cerca de 300 milhões de dólares (IASB, 2016b).

O método de contabilização das locações operacionais possibilitou às empresas desfrutar dos benefícios de ter ativos e passivos não reconhecidos no balanço por décadas (Duke et al., 2009).

Nuryani et al. (2015) e Maglio et al. (2018) vão mais longe e afirmam que este método favorecia comportamentos oportunistas por parte dos gestores e distorcia a percepção dos investidores. A IAS 17 oferecia flexibilidade aos gestores na escolha do método contabilístico e estes utilizavam essa flexibilidade para maximizar lucros e reduzir os passivos relatados no balanço apresentando demonstrações financeiras mais atraentes (Nuryani et al., 2015).

Uma das razões para os gestores tendenciosamente registarem as locações como operacionais era devido ao facto de os rácios financeiros transparecerem uma imagem mais apelativa, nomeadamente rácios de rentabilidade e de endividamento (Giner e Pardo, 2018).

Segundo Wong e Joshi (2015), as empresas com locações operacionais podiam apresentar demonstrações financeiras com um melhor desempenho financeiro, o que levava a que os utilizadores das demonstrações financeiras estivessem expostos a um enorme risco.

Os dois tipos de locações apesar de serem contabilizados de forma distinta, eram muito semelhantes do ponto de vista económico, segundo Díaz e Ramírez (2018a), Giner e Pardo (2018) e Čevizović e Mijoč (2019).

Os investidores, com a não contabilização das locações operacionais no balanço, não eram capazes de apropriadamente fazer comparações entre empresas que faziam empréstimos para comprar ativos e as que detinham locações operacionais, sem terem de fazer ajustamentos (IASB, 2016b)

Deste modo, muitos dos utilizadores das demonstrações financeiras acreditavam que as locações operacionais deveriam ser contabilizadas no balanço. Entretanto, para contornar esta situação optavam por ajustar os valores

reconhecidos no balanço na tentativa de reconhecer esses ativos e passivos de modo a captar o efeito dessas locações nas demonstrações financeiras.

O IASB (2016b) afirma ainda que os utilizadores que procedem a ajustamentos nas demonstrações financeiras são sobretudo os mais sofisticados (incluindo agências de *rating*).

Não obstante, ainda que os locatários divulguem as obrigações derivadas das locações operacionais no anexo às demonstrações financeiras, segundo Sacarin (2017) as informações divulgadas não eram suficientes para os utilizadores tomarem decisões.

Deste modo, de acordo com Nelson e Taylor (2007), os utilizadores das demonstrações financeiras que estimam as locações operacionais com o objetivo de as incorporarem nas suas análises apresentam um impacto mais gravoso nas suas decisões do que realmente seria se essas já estivessem incorporadas nas demonstrações financeiras.

Segundo o IASB (2016b), os investidores deveriam conseguir fazer comparações entre empresas sem ter de recorrer a ajustamentos, uma vez que a informação divulgada pelas empresas era limitada o que condicionava as estimativas feitas, por estes, dos ativos e passivos fora do balanço. Os ajustamentos feitos por investidores por vezes resultavam em passivos fora do balanço mais elevados do que seriam se fossem calculados com mais precisão.

Conforme referido por Magli et al. (2018), as análises realizadas pelo FASB e pelo IASB indicavam que as entidades com problemas de financiamento utilizavam extensivamente locações operacionais e o aumento da dívida não se refletia nas suas demonstrações financeiras.

Deste modo, era difícil para os utilizadores das demonstrações financeiras obterem uma imagem transparente dos ativos e passivos da locação e também estimar o montante das obrigações fora do balanço (Bunea-Bontaş, 2017).

Em suma, a IAS 17 falhava em atender às necessidades dos utilizadores das demonstrações financeiras (Čevizović e Mijoč, 2019).

2.1.2 História até à implementação da IFRS 16

Devido à preocupação por parte do IASB e do FASB com a falta de transparência das demonstrações financeiras, foi aprovado em julho de 2006 um projeto conjunto com vista ao desenvolvimento de uma nova norma para contabilização das locações.

Estes organismos consideraram que a partir do momento que se está perante uma locação, o locatário obtém um ativo (direito de uso) assim como um passivo (obrigação de pagar a locação). Era deste modo explícito que grande parte dos ativos e passivos das locações não estavam a ser reconhecidos no balanço. O IASB e o FASB começaram desta forma a elaborar uma norma de modo a que os locatários passassem a incluir no seu balanço, o ativo e passivo associado de praticamente todas as locações.

Em 2009, o IASB propôs um modelo único de contabilização das locações para os locatários no documento de Discussão DP/2009/1 e, em 2010, emitiu a primeira proposta do novo modelo de contabilização no ED/2010/9.

Neste ED/2010/9, o IASB introduziu um modelo de capitalização de todas as locações pelo valor presente dos pagamentos futuros da locação, eliminando desta forma a distinção entre locações operacionais e financeiras, para os locatários.

O ED/2010/9 apresentava também várias propostas relativas à transição para o novo método de contabilização, que incluíam uma abordagem de transição retrospectiva completa, ou seja, a necessidade de refazer as informações comparativas (IASB, 2016a).

A resposta ao ED/2010/9 por parte de utilizadores das demonstrações financeiras, reguladores, profissionais de contabilidade e auditoria, entre outros,

foi em parte positiva. No entanto, também houve quem questionasse o benefício de relatar todas as locações no balanço.

De acordo com Díaz e Ramírez (2018b), em 2010, várias empresas espanholas (incluindo Santander, BBVA, Inditex, Repsol, entre outras) demonstraram o seu desagrado perante estas alterações.

No que diz respeito ao método retrospectivo completo a aplicar aquando da transição, embora os preparadores e utilizadores das demonstrações financeiras considerassem úteis as informações de períodos comparativos atualizadas, também reconheceram que os custos seriam significativos para muitos locatários e poderiam não ser justificados à luz da quantidade de locações que alguns locatários teriam.

O ED/2010/9 estava programado para entrar em vigor no ano de 2012, mas devido ao *feedback* obtido, a sua aplicação foi adiada até 2015-2016 (Wong e Joshi, 2015).

Após a análise das cartas de comentários referentes ao ED/2010/9 e a realização de várias reuniões e discussões, em maio de 2013, a proposta inicialmente introduzida foi revista e novamente emitida numa versão *draft* denominada ED/2013/6.

O ED/2013/6 continuou com a proposta, anteriormente introduzida no ED/2010/9, de capitalizar praticamente todas as locações, no entanto, com o objetivo de refletir melhor as diferenças económicas entre locações, introduziu um modelo duplo em que as locações seriam classificadas como tipo A ou tipo B.

Este modelo distinguia a maioria das locações *real state* das locações de outros ativos. Para a maioria das locações *real state* (denominadas locações tipo B), uma empresa reconheceria uma única despesa de locação na demonstração dos resultados linearmente (não separando os juros das depreciações). Para as outras locações (denominadas locações tipo A), uma empresa reconheceria a depreciação dos ativos da locação separadamente dos juros do passivo da locação

(IASB, 2016b). O IASB era de opinião que a separação das depreciações e dos juros na demonstração dos resultados de uma empresa forneceria informações importantes para investidores e analistas (IASB, 2016b).

Apesar dessa classificação, não haveria diferenças em termos de reconhecimento do ativo de direito de uso e do passivo da locação.

Ao longo do projeto, as partes interessadas expressaram opiniões diferentes sobre o modelo contabilístico do locatário, sendo que o principal *feedback* recebido nesta proposta respeita ao modelo duplo proposto, dado que era considerado muito complexo e de difícil aplicação na classificação e contabilização das locações do tipo B (IASB, 2016b). Por fim, o IASB optou por não implementar este duplo modelo.

O ED/2013/6 propunha uma exceção para locações com um prazo inferior a 12 meses, isto é, a não obrigatoriedade da sua capitalização. Em geral, esta proposta mereceu o apoio das partes interessadas. No entanto, afirmavam que uma isenção apenas para este caso era insuficiente, uma vez que raramente uma locação apresentava um prazo inferior a 12 meses (IASB, 2016b).

O ED/2013/6 propunha também a separação das componentes da locação dos componentes que não são locação, quando possível, de modo a que fosse capitalizado apenas o necessário. Em geral, esta proposta foi apoiada, no entanto, muitos sugeriram que quando não tivessem os preços separados deveria ser possível usar estimativas. Alguns ainda referiram que para certos contratos com pequenos componentes de serviço era preferível a contabilização de todos os componentes como locação por razões de custo-benefício.

O projeto de 2013 simplificou as propostas de contabilização, limitando os pagamentos variáveis da locação e os pagamentos opcionais da locação incluídos nos ativos e passivos da locação, uma vez que a proposta excluiu pagamentos variáveis indexados a uso ou vendas futuras e incluiu apenas pagamentos opcionais quando for razoavelmente certo que se vá exercer essa opção.

No que respeita à transição, o ED/2013/6 continuou com a proposta introduzida em 2010 referente ao método retrospectivo completo. No entanto, devido ao *feedback* recebido, o IASB decidiu introduzir outro método que não obriga à reexpressão das demonstrações financeiras, denominado método retrospectivo modificado, que será explanado no ponto 2.1.3.

O ED/2013/6 contou com cerca de 640 cartas iniciais de comentários de empresas, *accounting standards boards*, reguladores governamentais, órgãos profissionais, empresas de contabilidade, académicos, entre outros. Em geral, as cartas não eram favoráveis às propostas emitidas pelo IASB e pelo FASB e o principal fundamento prendia-se com os reais benefícios que esta nova contabilização poderia trazer (Barone et al., 2014).

No total o IASB recebeu um *feedback* significativo aos três documentos publicados ao longo do processo (mais de 1 700 cartas de comentários) e, para a decisão de implementação do novo modelo, o IASB teve inúmeras reuniões com preparadores (locadores e locatários), utilizadores de demonstrações financeiras, reguladores e profissionais de contabilidade (IASB, 2016b).

Muitos apoiavam a principal mudança introduzida pelo IFRS 16, por outro lado, ao longo do projeto, muitas partes interessadas expressaram preocupações sobre o custo e a complexidade da aplicação do modelo único de contabilização das locações (IASB, 2016b).

De acordo com Maglio et al. (2018), era espectável que o IASB fosse sofrer pressões para a não alteração da norma devido à fraca garantia de benefícios. No entanto, era também espectável que os utilizadores das demonstrações financeiras estivessem a favor da mudança uma vez que não precisariam de continuar a fazer ajustamentos às contas e, desta forma, seriam evitados erros de estimativa nos processos de avaliação de empresas.

Já os preparadores das demonstrações financeiras foram fortemente contra a mudança, uma vez que na opinião deles a alteração levaria a consequências económicas negativas (Beattie et al., 1998; Fitó et al., 2013 e Giner e Pardo, 2018).

No entanto, as respostas que apoiavam a mudança baseavam-se na melhoria da qualidade da informação (Fitó et al., 2013).

Neste contexto, prevaleceu a necessidade de uma apresentação mais fidedigna, por parte do locatário, dos ativos locados e de forma a fornecer aos utilizadores das demonstrações financeiras uma base segura para avaliar as suas decisões, o IASB e o FASB finalmente concluíram que os benefícios para os utilizadores das demonstrações financeiras seriam superiores aos custos e foi então emitida a IFRS 16 – Locações, a 13 de janeiro de 2016, com efeitos a partir de 1 de janeiro de 2019.

Com a implementação da IFRS 16, espera-se um aumento da qualidade, comparabilidade e transparência das demonstrações financeiras. Os investidores ou partes interessadas podem avaliar melhor a posição e o desempenho financeiro de uma empresa, devido a uma imagem mais completa dos ativos controlados e utilizados pelo locatário e passivos associados (Liviu-Alexandru, 2018).

Os investidores a partir da entrada em vigor desta norma não precisam de ajustar as demonstrações financeiras de acordo com as locações fora de balanço e empresas com locações financeiras terão a vida facilitada, uma vez que só terão um método de contabilização (Čevizović e Mijoč, 2019).

O IASB evidenciou que a implementação da nova norma implicaria vários custos, como os relacionados com a criação de novos sistemas e processos para o novo modelo de locações, custos devidos à determinação das taxas de desconto utilizadas para calcular os ativos e passivos de locação, uma vez que é necessária a determinação desta para todas as locações, custos relacionados com a preparação do pessoal e comunicação das alterações a terceiros (IASB, 2016b).

Depois de todos os custos de implementação inicial, o IASB espera que os custos posteriores sejam apenas ligeiramente maiores em comparação com os incorridos com a aplicação da IAS 17. No entanto, os custos deverão ser significativamente superados pelos benefícios de obter informações mais transparentes e precisas (IASB, 2016b).

2.1.3 A IFRS 16

Com a entrada em vigor da IFRS 16, os locatários passam a ter apenas um modelo de contabilização e é eliminada a classificação das locações como operacionais ou financeiras, uma vez que todas as locações passam a ter o mesmo tratamento contabilístico, similar ao tratamento contabilístico das locações financeiras na IAS 17.

A IFRS 16 estabelece princípios para o reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação de locações, com o objetivo de garantir que locatários forneçam informações relevantes que representem fielmente essas transações (Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

Na presente norma, o contrato de locação é definido como aquele em que o direito de controlar o uso do ativo é passado para o locatário, por um período de tempo e em troca de uma prestação (IFRS 16, §9).

A definição de locação é a que já constava na IAS 17, a diferença reside no facto de na nova norma se um contrato é um contrato de locação ou contém um item de locação, então é necessário o seu reconhecimento no balanço do locatário.

Apesar desta alteração, não se espera que as mudanças afetem as conclusões sobre se os contratos contêm uma locação, ou seja, o contrato que continha uma locação ao abrigo da IAS 17, em princípio também terá aplicando a IFRS 16 (IASB, 2016a).

Ainda assim, ao aplicar pela primeira vez a IFRS 16 as entidades não precisam de rever os contratos em vigor no sentido de averiguar se contêm locações,

apenas têm de aplicar a nova norma às locações anteriormente contabilizadas segundo a IAS 17 (IASB, 2016b).

Com esta nova norma, o locatário reconhece o direito de uso subjacente ao ativo e o passivo correspondente ao valor presente dos pagamentos futuros da locação. No entanto há exceções previstas, nomeadamente locações de baixo valor, de curta duração ou com prazo de 12 meses a contar da data da primeira aplicação da IFRS 16.

Se a operação se enquadrar numa destas exceções os pagamentos dessas locações são reconhecidos como gasto de forma linear durante o prazo do contrato e devem ser divulgados no anexo às demonstrações financeiras (IFRS 16, §6 e §60).

Locações de curta duração, de acordo com o apêndice A da IFRS 16, possuem um período igual ou inferior a doze meses.

No que diz respeito a locações de baixo valor, a norma não estabelece um montante, no entanto num dos *drafts* emitidos pelo IASB foi considerado o valor de 5 000 dólares (Díaz e Ramírez, 2018a; Čevizović e Mijoč, 2019). Este valor é usado como referência para determinar se se trata de uma locação de baixo valor, sendo que o locatário deve avaliar o valor do ativo locado quando novo, independentemente da idade do ativo (IFRS 16, §B3).

Entre os ativos normalmente locados, espera-se que os ativos que sejam considerados de baixo valor sejam por exemplo, *tablets*, computadores pessoais, telemóveis, entre outros (Bunea-Bontaș, 2017).

No reconhecimento inicial do direito de uso é considerado o seu custo que inclui, nomeadamente, o valor inicial do passivo, pagamentos antecipados feitos ao locador (menos incentivos recebidos), custos diretos iniciais e custos estimados de remoção e desmantelamento (IFRS 16, §23).

Posteriormente, o ativo deve ser mensurado tendo por base o modelo do custo ou outro modelo, dependendo da classificação inicial do ativo.

No modelo do custo, o ativo deve ser mensurado pelo valor de custo após dedução das depreciações acumuladas (segundo a IAS 16 – Ativos fixos tangíveis) e perdas por imparidade acumuladas (segundo a IAS 36 – Imparidade de ativos) (IFRS16, §23).

No caso de a entidade aplicar às suas propriedades de investimento o modelo de justo valor da IAS 40 – Propriedades de investimento e o direito de uso adquirido se enquadrar como propriedade de investimento este deve ser mensurado ao justo valor (IFRS 16, §34).

Se, por outro lado, o direito de uso adquirido estiver relacionado com uma classe de ativos no qual o locatário aplique o modelo de revalorização, este pode optar por aplicar o modelo a todos os ativos sob direito de uso relacionados com essa classe (IFRS 16, §35).

No que respeita ao passivo, este é reconhecido pelo valor presente dos pagamentos futuros da locação, que inclui os pagamentos fixos (excluindo incentivos recebidos), pagamentos de locação variáveis (por exemplo, ligados a um índice de preços no consumidor), as quantias a serem pagas a título de garantias de valor residual, pagamentos correspondentes ao período de extensão de prazo da locação caso seja razoavelmente certo exercer essa opção e os pagamentos de sanções por rescisão da locação caso o prazo da locação sugerir que o locatário irá exercer essa opção (IFRS 16, §27).

Note-se que os pagamentos variáveis da locação relacionados com vendas futuras ou uso do item locado são excluídos da mensuração dos ativos e passivos. Esses custos são reconhecidos como gasto do período em que são incorridos (IASB, 2016b).

O valor presente dos pagamentos futuros da locação deve ser descontado e à taxa de juro implícita no contrato de locação, a menos que esta não possa ser determinada e, nesse caso, o locatário deve usar a taxa incremental (IFRS 16, §26). A taxa incremental é definida como a taxa que o locatário teria de pagar por um

empréstimo de valor similar, com garantia similar para obter um ativo semelhante (IFRS 16, Apêndice A).

Como salientado por Díaz e Ramírez (2018b), quanto mais alta a taxa de desconto mais baixo o valor presente do ativo e passivo da locação, o que significa menos depreciações (uma vez que o valor do ativo a ser depreciado é menor), mais gastos de juros (dado que a taxa de desconto é maior) e dessa forma uma estrutura de gastos mais acentuadamente decrescente, pois a depreciação é geralmente linear enquanto o gasto de juros diminui com o tempo.

Após o reconhecimento inicial, o passivo deve ser mensurado subsequentemente, procedendo ao registo dos juros e pagamentos do passivo. O registo dos juros aumenta a quantia escriturada do passivo, enquanto que os pagamentos da locação diminuem a quantia escriturada (IFRS 16, §36).

Perante certas situações, o locatário deve recalcular o passivo de locação, como a alteração do prazo da locação, alteração na avaliação de opções de compra, alteração no valor a pagar no que diz respeito a uma garantia de valor residual ou a alteração nos pagamentos futuros da locação devido a modificações de um índice ou taxa de juros usada para determinar os referidos pagamentos (IFRS 16, §40 e §42).

Nos dois primeiros casos o novo passivo da locação deve ser recalculado utilizando uma taxa de desconto revista, enquanto que nos dois últimos casos, o passivo deve ser recalculado descontando os pagamentos de locação revistos, mas sem rever a taxa de desconto (IFRS 16, §40 e §42), a menos que a alteração dos pagamentos de locação resulte de uma alteração das taxas de juro variáveis, caso em que o locatário deve utilizar uma taxa de desconto revista que reflita as alterações da taxa de juro (IFRS 16, §43).

A diferença apurada entre o valor registado contabilisticamente e o valor do novo passivo revisto é reconhecido como um ajustamento ao direito de uso, a

menos que o direito de uso esteja reduzido a zero e, nesse caso, a diferença é registada em resultados (IFRS 16, §39).

A respeito do prazo da locação, entende-se que é o período não cancelável durante o qual o locatário dispõe do direito de usar o ativo. Este prazo inclui também os períodos referentes ao exercício de opções, nomeadamente cancelamento ou extensão de contrato, dependendo das estimativas da entidade no que diz respeito a essas opções (IFRS 16, Apêndice A).

Se se estima que é razoavelmente certo exercer a opção de extensão do contrato, então o período da locação é aumentado por essa extensão e deste modo maior é o ativo e passivo da locação.

De acordo com Díaz e Ramírez (2018b), o julgamento sobre se as opções vão, ou não, ser exercidas é um dos pontos mais difíceis da implementação da IFRS 16.

Quanto às garantias de valor residual, a norma apenas exige que o locatário reconheça os valores que deverão ser pagos (IFRS 16, §27 c)).

O impacto da nova norma também depende de várias decisões tomadas pelos locatários, uma vez que a norma permite certos tratamentos contabilísticos alternativos, nomeadamente, relacionados com a separação das componentes que não são consideradas locação, a opção pelas exceções relativas a locações de baixo valor e curta duração, a exceção relativa a ativos intangíveis e ainda relacionada com a transição para a nova norma (método retrospectivo completo ou retrospectivo modificado).

A possibilidade de separação dos componentes de locação e não locação surge devido à frequente inclusão de serviços nos contratos de locação. Deste modo, a norma refere que as componentes que não são locação (normalmente serviços) devem ser separadas, uma vez que só a locação está obrigada a estar presente no balanço (IFRS 16, §12).

As locações diferem de serviços essencialmente devido ao facto de, no início de uma locação, o locatário obter o controlo de um ativo (direito de uso).

Enquanto que, num serviço, o fornecedor continua a controlar qualquer ativo necessário para prestar o serviço. Note-se que, de acordo com a IAS 17, nas locações operacionais, as componentes de locação e não locação tinham o mesmo tratamento, logo não havia a necessidade de separação.

No entanto, a separação não tem caráter obrigatório e, desta forma, o locatário pode tratar todos os componentes como um único componente de locação (IFRS 16, §15).

A separação das componentes garante que só o necessário é reconhecido no balanço, ou seja, caso optem por não separar as componentes, as obrigações declaradas no balanço aumentam (Bunea-Bontaș, 2017; Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

No que diz respeito a ativos intangíveis, a norma não se aplica a licenças de direitos de propriedade intelectual no âmbito da IFRS 15 – Récito de contratos com clientes, nem a direitos detidos por locatários relativamente a contratos de licenciamento no âmbito da IAS 38 - Ativos Intangíveis, ou seja, direitos de autor, patentes, entre outros (IFRS 16, §3 d) e e)).

Deste modo, segundo o parágrafo 4 da IFRS 16, o locatário pode optar por não aplicar esta norma a nenhum ativo intangível. Portanto, locações de ativos intangíveis, como *software* ou licenças exclusivas para marcas ou marcas registadas mantidas por um locatário, podem ser voluntariamente excluídas da IFRS 16.

No que concerne à transição para a IFRS 16, o IASB decidiu que não deve ser exigido às entidades que refaçam as informações comparativas e com isto espera a redução significativa dos custos de implementação inicial da IFRS 16 (IASB, 2016b).

Assim, a IFRS 16 permite às empresas escolherem o método a aplicar na transição, nomeadamente método retrospectivo completo ou método retrospectivo modificado (IFRS 16, §C5).

O primeiro método, retrospectivo completo (§ C5a) implica a reexpressão das demonstrações financeiras comparativas, como se a IFRS 16 tivesse sido aplicada desde sempre. Já o segundo método, retrospectivo modificado (§ C5b), não implica a reexpressão das demonstrações financeiras. Em vez disso, o locatário deve reconhecer o efeito cumulativo da aplicação inicial da norma como um ajustamento ao saldo de abertura de resultados retidos (ou outra componente de capital próprio, conforme for apropriado) à data de aplicação inicial. Neste método, o locatário deve mensurar o passivo da locação pelo valor presente dos pagamentos de locação remanescentes, descontados segundo a taxa incremental de financiamento do locatário à data de aplicação inicial e, em contrapartida, pode optar por uma de duas modalidades de mensuração do direito de uso:

i) Quantia escriturada como se a IFRS 16 tivesse sido aplicada desde a data de entrada em vigor da locação, mas descontada segundo a taxa incremental de financiamento do locatário à data de aplicação inicial, ou

ii) Quantia igual ao passivo da locação, ajustada pela quantia de quaisquer pagamentos de locação prévios ou acrescidos relacionados com essa locação, reconhecidos na demonstração da posição financeira imediatamente antes da data de aplicação inicial.

Como salientam Díaz e Ramírez (2018b), o método retrospectivo completo implica um efeito no capital próprio inicialmente negativo, no entanto um gasto de locação inferior no futuro. O método retrospectivo completo pode ser muito difícil de aplicar em entidades com um grande número de locações, devido aos custos de implementação.

Por outro lado, espera-se que os ativos da locação sejam registados inicialmente com um valor mais alto utilizando o segundo método do que se registado como se a IFRS 16 sempre tivesse sido aplicada desde sempre (IASB, 2016b).

No que diz respeito à apresentação, no balanço, do direito de uso e do passivo associado, estes devem ser separados dos outros ativos e passivos, contudo não é obrigatório. A divulgação deve ser feita no anexo às demonstrações financeiras (IFRS 16, §47). No entanto, tratando-se de ativos de direito de uso que se enquadrem em propriedades de investimento, estes devem estar incluídos na rubrica propriedades de investimento (IFRS 16, §48).

Na demonstração dos resultados, o gasto de juros relativo ao passivo da locação deve ser apresentado separadamente do gasto de depreciação do ativo resultante do direito de uso (IFRS 16, §49).

Relativamente aos fluxos de caixa, na nova norma o pagamento do capital será apresentado nas atividades de financiamento e o pagamento de juros será apresentado, dependendo da política contabilística escolhida, nas atividades operacionais ou de financiamento (IFRS 16, §50).

Os pagamentos de locações de curto prazo, pagamentos de locações de ativos de baixo valor e pagamentos variáveis de locações não incluídos no passivo de locação operacional devem ser incluídos nas atividades operacionais na demonstração de fluxos de caixa (IFRS 16, §50).

A IFRS 16 não implica mudanças significativas na esfera do locador, uma vez que para este continua a haver os dois conceitos, locação operacional e locação financeira.

Na perspectiva do locador, se houver a transferência de todos os riscos e vantagens inerentes à propriedade do ativo, está-se perante uma locação financeira. Se não se verificar esta transmissão está-se perante uma locação operacional (IFRS 16, §62).

Perante uma locação for financeira, inicialmente o locador deve reconhecer o ativo no balanço numa rubrica de contas a receber pelo valor do investimento líquido da locação (IFRS 16, §67). Subsequentemente, este deve reconhecer o

rendimento gerado com este resultado na demonstração dos resultados (IFRS 16, §75).

Se a locação for operacional, o locador continuará a reconhecer o ativo objeto do contrato de locação no balanço e continuará a depreciar o ativo, bem como a reconhecer o rendimento resultante dos pagamentos efetuados pelo locatário (IFRS 16, §81).

2.2 Evidências empíricas

Com a entrada em vigor da nova norma era espectável um impacto significativo nas demonstrações financeiras dos locatários, uma vez que seriam reconhecidos novos ativos e passivos (Wong e Joshi, 2015).

O impacto dependeria da indústria, da região e das empresas (IASB, 2016b) e seria mais notório em empresas com elevados níveis de locações operacionais.

Neste sentido, vários foram os autores que estudaram o impacto da capitalização das locações operacionais nos principais rácios financeiros, nos vários setores de atividade, assim como a sua utilidade e relevância para os utilizadores da informação financeira.

Dado que a IFRS 16 apenas entrou em vigor em 1 de janeiro de 2019, a literatura viu-se obrigada a estimar as locações fora do balanço de forma a analisar os potenciais impactos das mesmas. Para o efeito, os autores têm utilizado vários métodos, nomeadamente o método construtivo e o método dos fatores.

O primeiro, introduzido por Imhoff et al. (1991), tem sido amplamente utilizado em estudos subsequentes. Este método consiste em descontar os pagamentos futuros mínimos das locações, baseando-se na informação obtida no anexo às demonstrações financeiras.

De acordo com Imhoff et al. (1991), o cálculo acima referido permite obter uma estimativa do valor do passivo e do direito de uso que seriam contabilizados caso

as locações operacionais tivessem sido registadas como locações financeiras no reconhecimento inicial.

O segundo método é o método dos fatores e consiste na multiplicação da despesa atual da locação por um múltiplo que varia de acordo com o setor e a empresa, obtendo por essa via a estimativa do valor presente dos pagamentos mínimos futuros da locação.

Geralmente, os autores optam pelo primeiro método, como Singh (2012), Wong e Joshi (2015) e Díaz e Ramírez (2018a), pois consideram-no mais preciso, sendo que a principal diferença entre os métodos é que o primeiro considera o efeito potencial no capital próprio, enquanto o segundo ignora (Fitó et al., 2013).

- Impacto nas demonstrações financeiras

Quanto aos efeitos esperados no balanço, era espectável o aumento do ativo e passivo conforme salientado por Fitó et al. (2013), Barone et al. (2014), Bunea-Bontaş (2017), Díaz e Ramírez (2018b), Magli et al. (2018) e Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova (2019).

No que concerne ao efeito no capital próprio, este dependeria de vários fatores como o nível de endividamento, o período do contrato, o prazo da locação e a proporção entre o passivo da locação e o capital próprio. Por sua vez, isso dependeria da proporção de ativos que o locatário possui, da proporção de ativos locados e de como o locatário financia as suas operações (IASB, 2016b).

Conforme referido pelo IASB (2016b), assumindo que todos os outros fatores que podem afetar o capital próprio se mantêm constantes, a aplicação da IFRS 16 em empresas com elevado número de locações operacionais diminuirá o capital próprio. Esta redução é esperada no momento inicial de aplicação da norma, porém, depende das decisões da empresa na primeira aplicação.

Nos artigos analisados, é desde logo evidenciado o impacto no balanço decorrente do aumento do ativo e do passivo (Imhoff et al., 1991; Beattie et al.,

1998; Duke et al., 2009; Fitó et al., 2013; Wong e Joshi, 2015; Öztürk e Serçemeli, 2016; Sari et. al., 2016; Giner e Pardo, 2017; Joubert et al., 2017; Sacarin, 2017; Maglio et al., 2018; Pardo e Giner, 2018).

No entanto, apesar do impacto significativo no ativo e passivo, após o reconhecimento inicial, o efeito da capitalização da locação parece insignificante (Sari et. al., 2016).

No que diz respeito ao capital próprio, as conclusões não são completamente consensuais uma vez que autores como Fitó et al. (2013), Wong e Joshi (2015), Öztürk e Serçemeli (2016), Giner e Pardo (2017), Magli et al. (2018) e Pardo e Giner (2018) referem a diminuição do mesmo, enquanto Joubert et al. (2017) afirmam que o capital próprio não muda, pois segundo a análise efetuada, o ativo e passivo aumentam na mesma quantia.

Importa referir que devido à utilização de diferentes métodos para estimar as locações fora de balanço a capitalizar, Fitó et al. (2013) apresentam resultados distintos, sendo que, com a utilização do método construtivo, os autores evidenciam o efeito significativo no capital próprio (impacto negativo) e com a utilização do método dos fatores não há impacto no capital próprio.

No que diz respeito à demonstração dos resultados, no novo modelo de contabilização há uma alteração na natureza dos gastos uma vez que os pagamentos da locação operacional de acordo com a IAS 17 são substituídos pela depreciação do direito de uso (incluída no resultado operacional) e pelos juros resultantes do passivo da locação (registados nos gastos financeiros).

Deste modo, era espectável o aumento do EBITDA (resultado antes de gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações) devido à reclassificação dos pagamentos da locação para gastos de depreciação e juros (Fitó et al., 2013; Bunea-Bontaș, 2017; Díaz e Ramírez, 2018b; Liviu-Alexandru, 2018; Magli et al., 2018; Čevizović e Mijoč, 2019; Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

Autores como Singh (2012), Sacarin (2017), Díaz e Ramírez (2018a), Magli et al. (2018) e Pardo e Giner (2018) concluem pelo aumento do EBITDA, devido à nova forma de contabilização dos pagamentos das locações. Pardo e Giner (2018) salientam ainda que quanto mais locações operacionais o locatário dispuser maior o impacto no EBITDA e desse modo melhor será a imagem da empresa.

Ainda assim, o aumento do EBITDA não acompanha o aumento da despesa de juros, que se mostra superior, como referem Díaz e Ramírez (2018a).

Quanto ao EBIT (resultado antes de gastos de financiamento e impostos) era também previsto o seu aumento, pela quantia dos juros que este não inclui e que com a nova norma são considerados gastos financeiros (Bunea-Bontaș, 2017; Čevizović e Mijoč, 2019; Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

No que toca aos resultados do período, de acordo com Čevizović e Mijoč (2019), embora fosse esperado que fossem afetados, o impacto depende do prazo da locação, da taxa de juro e do valor do capital em aberto. No entanto, para Sacarin (2017) há uma diminuição do resultado nos primeiros anos, porém decorrido o prazo da locação os resultados acumulados serão iguais aos que resultariam da IAS 17.

Com efeito, o reconhecimento dos pagamentos das locações de acordo com a IAS 17 e IFRS 16 traduz diferenças que serão apenas temporais, uma vez que com a aplicação da IFRS 16 os gastos de juros e de depreciação serão inicialmente maiores, o que se reverte na parte final do contrato. Isto deve-se ao facto de os gastos de depreciação serem lineares ao longo do tempo, enquanto os juros vão decrescendo à medida que vão sendo efetuados os pagamentos, o que resulta numa diminuição dos gastos ao longo do prazo da locação (IASB, 2016b).

Sendo assim, no fim do prazo da locação o valor total dos gastos reconhecidos será o mesmo com a aplicação da IFRS 16 e com a IAS 17, apesar de a contabilização ao longo da locação ser diferente (Liviu-Alexandru, 2018).

No mapa de fluxos de caixa não haverá alteração do valor líquido total, no entanto o fluxo de caixa das atividades operacionais aumentará enquanto o fluxo de atividades de financiamento diminui, no mesmo valor (Bunea-Bontaş, 2017; Sacarin, 2017). O impacto será apenas na estrutura do mapa (Čevizović e Mijoč, 2019).

- Impacto nos rácios económico-financeiros

Previamente à indicação dos efeitos esperados e resultados obtidos pela literatura, importa referir que os rácios económico-financeiros englobam essencialmente indicadores de rentabilidade, solvabilidade, autonomia financeira, endividamento, liquidez, entre outros. Neste sentido, o impacto que a IFRS 16 pode apresentar nos diversos rácios é relevante uma vez que estes são utilizados pela generalidade dos destinatários das demonstrações financeiras e estão muitas vezes na base de decisões de investimento, concessão de crédito e de comparabilidade entre empresas.

Em empresas com elevado número de locações fora do balanço eram esperadas mudanças significativas em rácios de endividamento como passivo/capital próprio, passivo/ativo, rácios de estrutura de capital e de cobertura como a autonomia financeira e rácios relacionados com a rentabilidade como ROA (retorno sobre o ativo) e ROE (retorno sobre o capital próprio).

No que respeita ao rácio *debt-to-equity*, mais precisamente, passivo/capital próprio, era espectável que o seu aumento fosse significativo devido à diminuição esperada no capital próprio e ao reconhecimento de praticamente todas as locações como financeiras, o que se traduzia num aumento do passivo (Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

Em conformidade com o esperado, o rácio passivo/capital próprio aumenta significativamente conforme referido por Imhoff et al. (1991), Singh (2012), Wong e Joshi (2015), Öztürk e Serçemeli (2016), Giner e Pardo (2017), Joubert et al.

(2017), Sacarin (2017), Maglio et al. (2018). Imhoff et al. (1991) e Giner e Pardo (2017) afirmam ainda que este é o rácio mais afetado.

Por outro lado, quanto ao rácio passivo/ativo, era evidenciado pela literatura uma alteração menos significativa quando comparado com o rácio do passivo/capital próprio, uma vez que era esperado um aumento no passivo e no ativo (Öztürk e Serçemeli, 2016).

Duke et al. (2009), Wong e Joshi (2015), Öztürk e Serçemeli (2016) e Maglio et al. (2018) de acordo com os estudos efetuados confirmam o seu aumento.

Quanto à autonomia financeira que possibilita avaliar a capacidade da entidade financiar os ativos através dos seus capitais próprios, sem necessidade de recorrer a financiamentos externos, é evidenciado um impacto negativo por Cunha (2015) e por Da Silva (2018).

No que toca aos rácios de *performance*, como o ROA, Díaz e Ramírez (2018b) perspectivavam a sua diminuição que é confirmada nos estudos efetuados por Beattie et al. (1998), Singh (2012), Fitó et al. (2013), Nuryani et al., (2015), Wong e Joshi (2015) e Öztürk e Serçemeli (2016), que a apontam como significativa.

Imhoff et al. (1991) que, como acima referido, foram pioneiros no que se refere a capitalização das locações, realizaram um estudo com base em 14 empresas pertencentes a 7 setores, no ano de 1987, e constataram que a capitalização das locações operacionais resulta numa diminuição do ROA (em cerca de 34%) para empresas com elevado número de locações fora do balanço e uma diminuição de 10% para empresas com menor número de locações.

O efeito no ROE depende do efeito no resultado, que por sua vez depende da carteira de locações operacionais, ou seja, se não houver efeito no resultado, o rácio será mais elevado dado que o capital próprio diminuirá (IASB, 2016b).

Como consequência, há divergência nos resultados obtidos pelos autores. Enquanto que, Fitó et al. (2013) realça o impacto negativo no ROE, Nuryani et al. (2015) e Wong e Joshi (2015) indicam que a redução é insignificante. Por outro

lado, Öztürk e Serçemeli (2016) e Pardo e Giner (2018) realçam o aumento deste rácio.

Por fim, o impacto geral nos rácios financeiros devido à capitalização das locações operacionais é estatisticamente significativo, em particular, nos rácios de endividamento que podem afetar a imagem do locatário perante investidores, credores e demais utilizadores das demonstrações financeiras (Fitó et al., 2013).

Xu et al. (2017), referem ainda que, à exceção do ROE, a implementação da norma afeta todos os rácios económico-financeiros analisados (margem de lucro antes de juros e impostos, retorno sobre o ativo, retorno sobre o capital investido, grau de rotação do ativo, cobertura de encargos financeiros e endividamento).

- Impacto por setor de atividade

Conforme referido anteriormente, empresas que se destacam com um elevado número de locações operacionais são evidenciadas como fortemente afetadas pela introdução da norma. De forma geral, essas empresas tendencialmente pertencem a setores como comércio a retalho e transportes aéreos (Öztürk e Serçemeli, 2016; Sacarin, 2017; e Díaz e Ramírez, 2018a; Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

No entanto, a literatura também salienta outros setores como o setor hoteleiro e das telecomunicações (Díaz e Ramírez, 2018a), assim como viagens e lazer (Öztürk e Serçemeli, 2016).

Nos estudos efetuados por Fitó et al. (2013), Díaz e Ramírez (2018a) e Pardo e Giner (2018), é confirmado que o setor do retalho é efetivamente apontado como mais afetado. No entanto, também outros são indicados como fortemente afetados como o setor da hotelaria, transportes, *software* e serviços (Díaz e Ramírez, 2018a), assim como transportes aéreos, energia e tecnologia (Fitó et al., 2013).

No caso do retalho, transportes e hotelaria o impacto é devido ao elevado número de locações fora do balanço. Por outro lado, no caso do *software* e serviços deve-se ao facto de o balanço ser de reduzida dimensão (Díaz e Ramírez, 2018a).

Apesar disso, não é espectável que a introdução da nova norma leve a uma diminuição do recurso a locações IASB (2016b).

- Impacto nos mercados financeiros

Ao longo dos anos, vários autores estudaram o impacto da IFRS 16 na ótica do mercado de capitais, isto é, na perspetiva dos investidores, mas também de credores, nomeadamente bancos e agências de avaliação de crédito.

Mercado de crédito - ótica dos bancos e agências de *rating*

Na perspetiva dos bancos e agências de avaliação de crédito foram realizados vários estudos com o objetivo de perceber qual a posição dos mesmos relativamente às locações fora do balanço.

Note-se que as agências de avaliação de crédito fornecem classificações de crédito independentes que refletem a posição financeira da empresa, sendo valorizada por investidores e credores (Gouveia, 2019).

Num estudo realizado por Lim et al. (2003), estes procuram analisar a perceção do mercado face às locações operacionais, para uma amostra composta por 6 800 empresas industriais presentes na base dados Compustast para o período de 1980 a 1999. Os autores afirmam que apesar de as locações operacionais não constarem no balanço, as evidências sugerem que o custo do endividamento externo, incluindo contratação de nova dívida, reflete da mesma forma quer a dívida fora do balanço, apesar da divulgação limitada, quer os passivos já reconhecidos no balanço.

Em concordância com o estudo acima referido, Sengupta e Wang (2011) concluem, para uma amostra de 173 empresas e para o período 1999-2001, que o

mercado avalia as informações sobre dívida fora do balanço, decorrentes de locações operacionais e, além de incorporar as locações operacionais nas suas análises, estas são consideradas tão importantes quanto os passivos das locações financeiras.

Posteriormente, o estudo realizado por Altamuro et al. (2014), com uma amostra composta por 5 812 empréstimos, no período de 2000 a 2009, obtém resultados similares aos obtidos pelos autores acima referidos e além disso sugerem que os bancos não só incluem as locações operacionais nas suas análises como, além disso, ainda fazem distinções sobre quais as locações que devem ser consideradas.

Ainda em conformidade com os estudos anteriores, Kusano (2018) indica que os participantes no mercado compreendem suficientemente as locações operacionais não contabilizadas no balanço e consideram-nas na avaliação do risco de crédito das empresas. No entanto, salienta que as divulgações referentes às locações operacionais eram relevantes para o risco quando confiáveis. Este estudo compreende uma amostra de 2 033 empresas-ano no Japão, no período de 2000 a 2014.

Neste sentido, e de acordo com a literatura anterior, o impacto da nova norma pode não ser significativo em termos da avaliação das empresas, uma vez que os destinatários das demonstrações financeiras já consideram as obrigações provenientes das locações operacionais, a partir da informação prestada no anexo. Isto indicia que os participantes no mercado consideram locações operacionais como direitos e os passivos associados como obrigações.

Mercado de capitais - ótica dos investidores

Lindsey (2006) realizou um estudo em que analisou a relevância e fiabilidade da capitalização das locações operacionais, para efeitos da sua incorporação no preço das ações. Adicionalmente, investigou se os investidores avaliam de forma

diferente as divulgações presentes no anexo às demonstrações financeiras, relativas às locações operacionais, da informação relativa a locações financeiras. A amostra é composta por empresas que constam na base de dados Compustat perfazendo um total de 11 612 empresas-ano, entre 2001 e 2002.

Este estudo tem por base o modelo de Ohlson (1995) e os autores, partindo do modelo original, desagregaram as variáveis contabilísticas de modo a verificar se estas apresentam conteúdo informativo e são relevantes para a formação do preço das ações. Deste modo, a regressão tem como variável dependente, o preço das ações, e como variáveis explicativas, o capital próprio, o resultado líquido (sendo também introduzida uma variável *dummy* para as empresas que apresentam resultado negativo), o passivo das locações financeiras, a dívida de longo prazo menos o passivo das locações financeiras, e as locações operacionais estimadas de acordo com o modelo de Imhoff et al. (1991). É ainda introduzido o volume de negócios do ano seguinte ao da observação, com o objetivo de simultaneamente controlar efeitos de escala e funcionar como *proxy* de outra informação relevante para investidores, compatível com o modelo de Ohlson (1995). Finalmente, são utilizadas variáveis *dummy* para o ano e para o setor de atividade.

Lindsey (2006) constatou que os investidores consideram quer as locações financeiras quer as operacionais como passivos económicos da empresa. No entanto, os resultados também indicam que os participantes no mercado de capitais avaliam de maneira diferente os passivos de locações financeiras e os de locações operacionais, o que é consistente com o antigo modelo de contabilização de locações que distingue entre locações operacionais e financeiras, com base nas diferentes realidades económicas que as mesmas representam.

Num estudo posterior, Xu et al. (2017) analisaram de que forma a capitalização das locações operacionais segundo a IFRS 16/AASB 16 afeta as demonstrações financeiras e a relevância dessas informações para o mercado.

A amostra é composta por 165 empresas cotadas na Austrália, em 2012, e o modelo utilizado também foi o de Ohlson (1995).

O primeiro modelo apresentado pelos autores é o modelo base (Ohlson, 1995) onde consideram o preço das ações como variável dependente e o capital próprio e os resultados supranormais como variáveis independentes. Posteriormente, os autores desdobram os resultados supranormais em resultados gerados pela capitalização de locações operacionais e outros resultados supranormais. Neste estudo, o valor das locações operacionais foi calculado através do método construtivo de Imhoff et al. (1991).

Xu et al. (2017) concluem que a alteração no capital próprio devido à capitalização das locações operacionais é relevante (*value relevant*). No entanto, a alteração nos resultados não afeta materialmente o valor de mercado da empresa.

Num estudo mais recente, Da Silva (2018) estudou o potencial impacto da IFRS 16 na avaliação das empresas, através do impacto na cotação das ações. Para isso, aplicou o modelo de Ohlson (1995; 1999). A amostra compreendia 57 empresas não financeiras pertencentes ao IBEX 35 e ao PSI Geral, de 2014 a 2016. O modelo tem como variável dependente a cotação das ações e é regredido considerando as variáveis contabilísticas ativo, passivo, resultado líquido e o valor das locações operacionais que, assim como nos estudos anteriores, foram estimadas uma vez que à data do estudo a IFRS 16 ainda não tinha entrado em vigor. Adicionalmente, Da Silva (2018) considerou ainda uma variável *dummy* relativa ao setor e uma outra para o ano.

Com o objetivo de amenizar eventuais efeitos do peso das locações operacionais no passivo das empresas da amostra, Da Silva (2018) dividiu a amostra em duas subamostras para avaliar o impacto na cotação das ações no caso de empresas que possuem um elevado peso relativo de locações operacionais em relação aquelas em que o peso das locações operacionais é menos significativo.

Os resultados obtidos sugerem que não se antevê qualquer efeito na cotação das ações, indiciando que os utilizadores da informação financeira já terão ajustado as suas avaliações a partir da informação sobre locações constante das notas do anexo às demonstrações financeiras.

No que respeita à análise efetuada às duas subamostras acima referidas, Da Silva (2018) conclui que o impacto nos preços não é estatisticamente significativo em ambos os casos.

Por último, o estudo de Giner e Pardo (2018) investiga se, quando estabelecem os preços das ações, os participantes no mercado têm em consideração a informação disponibilizada nas demonstrações financeiras relativamente a locações operacionais. A amostra é composta por empresas cotadas em Espanha no período 2010 a 2013, sendo o número total de observações 229 empresas-ano.

À semelhança dos estudos acima referidos, para dar resposta à questão de investigação, Giner e Pardo (2018) utilizam o modelo de Ohlson (1995).

Assim, Giner e Pardo (2018) formulam o seu primeiro modelo tomando o capital próprio e o resultado líquido como variáveis explicativas do valor de mercado das ações. Posteriormente, num segundo modelo, a variável capital próprio é substituída pelo capital próprio ajustado que representa o capital próprio original ajustado pelo ativo (direito de uso) das locações operacionais, sendo, por outro lado, acrescentada ao modelo uma outra variável que corresponde ao passivo decorrente de locações operacionais.

No terceiro modelo apresentado, a variável referente ao capital próprio ajustado é substituída pelo capital próprio original reajustado, quer pelos ativos de locações operacionais, quer pelos passivos reconhecidos, sendo, em contrapartida, introduzida uma nova variável para representar os passivos reconhecidos. Todas as outras variáveis do modelo se mantêm, inclusive o passivo decorrente de locações operacionais.

Na última equação, é subsequentemente acrescentada uma *dummy* igual a um se o rácio passivo não corrente de locações operacionais/passivo total de locações operacionais for maior que a mediana, com o objetivo de captar a relevância de passivos percebidos como menos fiáveis.

Os autores concluem que os investidores avaliam igualmente os passivos reconhecidos e os passivos de locações operacionais, resultantes de informações nas notas do anexo, nos setores de retalho.

Neste contexto, acrescentam que estes resultados podem proporcionar algum conforto aos gestores dos setores mais afetados, pois sugerem que a mudança não terá grande impacto na bolsa de valores.

Giner e Pardo (2018) acrescentam, ainda, que os investidores em países com mercados menos desenvolvidos e baixa qualidade de *enforcement* não se comportam de maneira diferente dos países que têm mercados mais desenvolvidos e políticas de *enforcement* mais rigorosas.

Capítulo 3

Hipóteses teóricas

De acordo com a literatura, é seguro afirmar que a introdução da IFRS 16 apresenta um impacto significativo nas demonstrações financeiras, nos indicadores de desempenho, assim como nos rácios financeiros de empresas com elevado número de locações operacionais. Deste modo, conforme referido pelo IASB (2016b) a não contabilização das locações operacionais no balanço dos locatários afetava a qualidade das demonstrações financeiras e dificultava a comparabilidade entre empresas, para os utilizadores das mesmas.

No entanto, a literatura anterior tem como base a teoria da eficiência do mercado (Fama, 1991). Como salientam Cheng e Hsieh (2000), a investigação assenta na premissa de que o mercado é eficiente e reflete o efeito da capitalização das locações operacionais ainda antes da adoção da IFRS 16.

Neste sentido, e conforme salientado por Lindsey (2006) e Altamuro et al. (2014), os participantes no mercado já consideravam as locações operacionais como direitos e obrigações da empresa. Deste modo, com o objetivo de colmatar a discrepância de critérios presente na IAS 17, os participantes no mercado ajustavam as suas análises de forma a simular a capitalização das locações fora do balanço.

No entanto, a alteração da contabilização das locações operacionais, por locatários, há muito que vinha sendo solicitada por diversos *stakeholders*, designadamente por analistas financeiros. A argumentação era de que muito

embora procedessem à capitalização das locações operacionais, com base nas informações divulgadas no anexo às demonstrações financeiras, tinham a noção de que as estimativas obtidas por essa via poderiam não ser fiáveis.

Neste âmbito, e em consonância com os estudos anteriores, a presente dissertação tem por fim analisar o impacto da IFRS 16 na avaliação das empresas por parte do mercado de capitais. Esta análise é efetuada tendo por base os dados contabilísticos reconhecidos pelos locatários nas suas demonstrações financeiras, nomeadamente o impacto resultante da adoção da IFRS 16 no resultado líquido e no capital próprio, o direito de uso e o passivo subjacente.

Face ao exposto, é espectável que os ajustamentos resultantes da adoção da IFRS 16 afetem a cotação das ações, na medida em que permitem corrigir as estimativas, antes obtidas por métodos indiciários e, por conseguinte, comportam nova informação relevante para o mercado.

Deste modo, formulou-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese: Os ajustamentos nas demonstrações financeiras resultantes da adoção da IFRS 16 são relevantes (*value-relevant*) para a avaliação da empresa pelo mercado.

Capítulo 4

Método Econométrico

O presente estudo tem como objetivo verificar o impacto da implementação da IFRS 16 no mercado de capitais. Para o efeito, é realizado um estudo que tem por base o modelo de *value relevance* introduzido por Ohlson (1995), que evidencia a associação entre valores contabilísticos e valores de mercados (Barth et al., 2001).

Os modelos de *value relevance* avaliam a utilidade das informações contabilísticas para os investidores e testam se os valores contabilísticos explicam a variação transversal do preço das ações. Deste modo, o valor contabilístico é considerado como relevante se se verificar uma associação significativa com o valor de mercado (Barth et al., 2000).

Neste seguimento, e com o objetivo de dar resposta à hipótese de investigação apresentada, é realizado um estudo tomando por referência autores como Lindsey (2006), Xu et al. (2017), Da Silva (2018) e Giner e Pardo (2018), que também se basearam no modelo desenvolvido por Ohlson (1995).

O modelo de Ohlson (1995) que teve posteriores atualizações (e.g., Feltham e Ohlson, 1995; Feltham e Ohlson, 1996; Ohlson, 1999), descreve a capacidade de as informações contabilísticas explicarem os preços das ações. Com efeito, o valor de mercado das empresas é consequência das decisões dos investidores e estes utilizam os relatórios e contas como base para as suas decisões de investimento (Honrado, 2018).

Conforme evidenciado por Barth et al. (2000), o modelo representa o valor de mercado como uma função linear do capital próprio e do valor presente dos resultados supranormais futuros esperados. No entanto, Ohlson (1995) derivou também uma outra versão do modelo onde substitui os resultados supranormais futuros por ganhos correntes (ou seja, resultado líquido do período), assumindo pressupostos sobre o comportamento dos resultados e a sua relação com as informações contidas nos preços. Trata-se de uma versão amplamente utilizada na literatura (Holthausen e Watts, 2001), ficando o modelo essencialmente expresso em termos do capital próprio e do resultado líquido.

O presente estudo assenta nesta versão, sendo o modelo base representado pela seguinte equação:

Modelo 1

$$\log P_i = \beta_0 + \beta_1 CP_i + \beta_2 RL_i + \varepsilon_i,$$

em que $\log P_i$ representa o logaritmo natural da cotação em euros da empresa i a 30.06.2019; CP_i representa o capital próprio em euros por ação da empresa i a 30.06.2019; RL_i representa o resultado líquido em euros por ação da empresa i a 30.06.2019 e ε_i representa o termo de erro da regressão para a empresa i .

A opção pela data de 30.06.2019 deve-se ao facto do presente estudo ter por base os relatórios e contas do 1º semestre de 2019, ano de entrada em vigor da IFRS 16, sendo que à data da realização do estudo ainda não estavam disponíveis as demonstrações financeiras anuais. Por outro lado, a escolha da utilização do valor de mercado numa data que não a da divulgação das contas, deve-se ao facto de se considerar que as cotações vão, ao longo do período, incorporando a informação obtida nos relatórios e contas anteriormente reportados e outras informações públicas disponíveis.

No desenvolvimento do modelo e de forma a captar o efeito da norma, optou-se por decompor o capital próprio e o resultado líquido a 30.06.2019 da seguinte forma:

Modelo 2

$$\log P_i = \beta_0 + \beta_1 CPOV_i + \beta_2 IMPCP_i + \beta_3 RLOV_i + \beta_4 IMPRL_i + \varepsilon_i,$$

em que $CPOV_i$ representa o capital próprio em euros por ação da empresa i a 30.06.2019, ajustado pelas variações não decorrentes da adoção da IFRS 16 (ou seja, capital próprio a 31.12.2018, tal como publicado nas contas desse ano, mais as variações ocorridas no 1º semestre de 2019 que não resultaram da adoção da IFRS 16); $IMPCP_i$ representa o ajustamento reconhecido diretamente no capital próprio em euros por ação da empresa i resultante da adoção da IFRS 16; $RLOV_i$ representa o resultado líquido em euros por ação da empresa i a 30.06.2019, ajustado pelas variações não decorrentes da adoção da IFRS 16; $IMPRL_i$ representa o ajustamento no resultado líquido em euros por ação da empresa i a 30.06.2019 provocado pela adoção da IFRS 16.

Neste modelo, as variáveis $IMPCP$ e $IMPRL$ permitem dar resposta à hipótese de investigação formulada no capítulo 3, sendo que, caso estas variáveis se apresentem significativas até um nível de significância de 5%, essa hipótese é validada.

Adicionalmente, foi ainda efetuada uma nova decomposição do capital próprio e do resultado líquido, em consonância com Tsalavoutas et al (2012). Nesta perspetiva, quer o capital próprio, quer o resultado líquido são decompostos em 3 componentes, a partir dos valores registados no período precedente. Assim, o capital próprio em 30.06.2019, é decomposto em:

- Capital próprio em 31.12.2018;

- Variações ocorridas no capital próprio durante o 1º semestre de 2019, que não decorrem da adoção da IFRS 16;

- Ajustamentos reconhecidos diretamente no capital próprio no 1º semestre de 2019, que resultam da transição para a IFRS 16.

Por sua vez, o resultado líquido do 1º semestre de 2019, é decomposto em:

- Resultado líquido a 30.06.2018;

- Variações ocorridas no resultado do 1º semestre de 2019 (face ao período homólogo precedente), que não decorrem da adoção da IFRS 16;

- Ajustamentos no resultado líquido do 1º semestre de 2019, que decorrem da adoção da IFRS 16.

Em conformidade, o modelo assume a seguinte forma:

Modelo 3

$$\log P_i = \beta_0 + \beta_1 CPI_i + \beta_2 OVCP_i + \beta_3 IMPCP_i + \beta_4 RLI_i + \beta_5 OVRL_i + \beta_6 IMPRL_i + \varepsilon_i,$$

em que CPI_i representa o capital próprio em euros por ação da empresa i a 31.12.2018 (tal como publicado nas contas desse ano); $OVCP_i$ representa as variações no capital próprio em euros por ação da empresa i no 1º semestre de 2019 não decorrentes da adoção da IFRS 16; RLI_i representa o resultado líquido em euros por ação da empresa i a 30.06.2018 (tal como publicado nas contas desse ano); $OVRL_i$ representa as variações no resultado líquido em euros por ação da empresa i que não resultam da adoção da IFRS 16.

Esta decomposição de acordo com Tsalavoutas et al (2012) é favorável uma vez que desagrega o mais possível as variáveis, o que permite examinar a relevância específica de cada uma das componentes.

Em consonância com o modelo 2, caso as variáveis IMPCP e o IMPRL se apresentem significativas até um nível de significância de 5%, a hipótese de investigação formulada no capítulo 3 é validada.

Adicionalmente, desenvolveu-se uma outra abordagem do modelo em que se desagrega o capital próprio em ativo e passivo, uma vez que grande parte das empresas em análise não optaram pela implementação da norma através do método retrospectivo completo, o que implica que não apresentem impacto no capital próprio.

Deste modo, além da decomposição acima referida, seguindo Lindsey (2006), Mey (2016) e Giner e Pardo (2018), isolaram-se as variáveis em análise, nomeadamente o direito de uso (DU) e o passivo associado ao direito de uso (PL), de forma a testar se os dados contabilísticos desagregados têm conteúdo informativo para o mercado. Com efeito, é espectável que este seja o modelo que permite dar uma resposta mais completa à hipótese de investigação.

Deste modo, o modelo apresenta-se como se segue:

Modelo 4

$$\log P_i = \beta_0 + \beta_1 AT_i + \beta_2 OVAT_i + \beta_3 DU_i + \beta_4 PT_i + \beta_5 OVPT_i + \beta_6 PL_i + \beta_7 RLI_i + \beta_8 OVRL_i + \beta_9 IMPRL_i + \varepsilon_i,$$

em que AT_i representa o ativo em euros por ação da empresa i a 31.12.2018; $OVAT_i$ representa as variações em euros por ação decorrentes da diferença entre o ativo a 30.06.2019 e o ativo a 31.12.2018, da empresa i , ajustado pela adoção da IFRS 16; DU_i representa o direito de uso em euros por ação da empresa i a 30.06.2019; PT_i representa o passivo em euros por ação da empresa i a 31.12.2018; $OVPT_i$ representa as variações em euros por ação decorrentes da diferença entre o passivo a 30.06.2019 e o passivo a 31.12.2018, da empresa i , ajustadas pela adoção da IFRS 16; PL_i representa o passivo da locação em euros por ação associado ao direito de uso, da empresa i , a 30.06.2019.

No modelo acima referido, as variáveis DU, PL e IMPRL permitem validar a hipótese de investigação indicada no capítulo 3, sendo que, caso estas variáveis

se apresentem significativas até um nível de significância de 5%, essa hipótese é validada.

Por fim, com o objetivo de verificar se a reação dos participantes no mercado à data do relatório e contas difere da reação no dia seguinte à publicação deste, os modelos acima indicados serão replicados, alterando apenas a variável dependente relativa ao preço das ações, para a variável $\log Pap_i$ que representa o logaritmo natural da cotação em euros no dia a seguir à publicação dos relatórios e contas do primeiro semestre de 2019.

Capítulo 5

Análise Empírica

5.1 Descrição dos dados

A amostra do presente estudo teve por base as empresas que integram a *Euronext Lisbon*, que reportam as suas demonstrações financeiras de acordo com as IAS/IFRS. À data do estudo a *Euronext Lisbon* era composta por 40 empresas (cf. Anexo 1). Inicialmente foi desconsiderado da amostra o Banco Comercial Português por se tratar de uma entidade do setor financeiro e que se enquadra essencialmente como detentor do direito de propriedade dos ativos locados, ou seja, locador e não locatário. Adicionalmente, também foram excluídas da amostra as sociedades anónimas desportivas (SAD) e a Flexideal por apresentarem um período fiscal diferente do ano civil. Por fim, foram ainda excluídas da amostra as empresas Compta, Lisgrafica e Martifer, uma vez que apresentam capital próprio negativo, situação que não é apropriada para a aplicação do modelo de Ohlson (1995). Deste modo, a amostra final é composta por 32 empresas e o estudo assenta nas demonstrações financeiras relativas ao 1º semestre de 2019, ano em que se iniciou a adoção da IFRS 16. A escolha deste período intercalar deve-se ao facto de ainda não estarem disponíveis as demonstrações financeiras anuais.

No que respeita à recolha de informação contabilística, nomeadamente o capital próprio, resultado líquido, ativo, passivo, impacto no capital próprio, impacto no resultado líquido, direito de uso e passivo da locação, estes dados

foram obtidos a partir do balanço, demonstração dos resultados e notas anexas presentes nos relatórios e contas do 1º semestre de 2019 das empresas que constituem a amostra, sendo estes relatórios obtidos no *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Relativamente às cotações e à informação setorial a informação foi recolhida da base de dados Datastream.

5.2 Estatísticas descritivas

A tabela 1 apresenta estatísticas descritivas das variáveis principais.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
P	3,896	2,200	4,344	0,061	14,165
PAP	3,899	2,520	4,270	0,052	14,565
CP	3,165	1,985	3,293	0,106	15,389
CPI	3,238	2,159	3,314	0,074	15,603
CPOV	3,176	2,014	3,288	0,106	15,389
OVCP	-0,062	-0,058	0,140	-0,454	0,226
IMPCP	-0,011	0,000	0,021	-0,072	0,000
RL	0,162	0,065	0,263	-0,110	1,249
RLI	0,264	0,139	0,497	-0,175	2,524
RLOV	0,173	0,073	0,264	-0,110	1,256
OVRL	-0,091	0,000	0,430	-2,378	0,231
IMPRL	-0,010	-0,001	0,039	-0,223	0,004
AT	9,130	7,269	9,207	0,187	49,531
OVAT	0,013	-0,016	0,648	-1,131	2,943
DU	0,669	0,106	1,870	0,000	10,134
PT	5,892	4,861	6,502	0,018	33,928
OVPT	0,061	0,029	0,652	-1,357	2,958
PL	0,695	0,108	1,928	0,000	10,493

Notas: Número de observações:32; P – preço das ações a 30.06.2019; PAP – preço das ações no dia seguinte à publicação dos relatórios de contas; CP – capital próprio a 30.06.2019; CPI - capital próprio a 31.12.2018; CPOV – capital próprio a 31.12.2018; OVCP - outras variações não relacionadas com a IFRS 16; IMPCP - ajustamento reconhecido no capital próprio resultante da implementação IFRS 16; RL – resultado líquido do exercício de 30.06.2019; RLI - resultado líquido do exercício de 30.06.2018; RLOV - resultado líquido do exercício de 30.06.2018, acrescido das outras variações não relacionadas com a IFRS 16; OVRL - variações no resultado líquido que não resultam da adoção da IFRS 16; IMPRL - ajustamento no resultado do semestre provocado pela IFRS 16; AT – ativo a 31.12.2018; OVAT - outras variações decorrentes da diferença entre o ativo a 30.06.2019 e o ativo a 31.12.2018 ajustado pela implementação da IFRS 16; DU - direito de uso a 30.06.2019; PT - passivo da empresa a 31.12.2018; OVCP - outras variações decorrentes da diferença entre o passivo a 30.06.2019 e o passivo a 31.12.2018 ajustado pela implementação da IFRS 16; PL - passivo da locação associado ao direito de uso a 30.06.2019; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo número de ações.

Tabela 1: Estatísticas descritivas

Tendo em consideração o preço médio das ações a 30.06.2019 (3,896 Eur) e o preço médio das ações após publicação do relatório e contas (3,899 Eur), é notório

que não há uma variação acentuada entre as mesmas, o que está em linha com Da Silva (2018) e indicia que o mercado vai incorporando a informação que é divulgada ao longo do tempo. Também é evidenciado, pela análise entre o preço mínimo (0,061 Eur) e máximo (14,165 Eur) das ações a 30.06.2019, uma variação significativa, destacando-se, a Jerónimo Martins e a Galp Energia com as cotações mais elevadas, enquanto que a Reditus e a Inapa evidenciam as cotações mais diminutas.

No que respeita às variáveis explicativas relativas ao capital próprio, nomeadamente à variável CP, que apresenta um valor médio de 3,165 Eur, é notória a amplitude, entre o valor mínimo (0,106 Eur) e máximo (15,389 Eur) que se deve essencialmente à Semapa que se destaca com o capital próprio mais elevado e à Orey Antunes que evidencia o capital próprio mais diminuto.

Relativamente à variável explicativa ajustamento no capital próprio, esta apresenta uma média negativa de -0,011 Eur e no que concerne ao mínimo, um valor negativo (-0,072 Eur), sendo o máximo zero. Este facto é suportado por autores como Fitó et al. (2013), Wong e Joshi (2015), Öztürk e Serçemeli (2016), Giner e Pardo (2017), Magli et al. (2018) e Pardo e Giner (2018), que indicam que a aplicação da norma apresenta um ajustamento negativo no capital próprio. É ainda de salientar que apenas um número reduzido de empresas sofreu impacto nesta rubrica, devido ao facto de poucas empresas terem optado, aquando da implementação da norma, pelo método retrospectivo completo ou pela modalidade do método retrospectivo modificado que, apesar de não impor a necessidade de reexpressão das contas, implica um ajustamento inicial diretamente reconhecido no capital próprio.

As variáveis relativas ao resultado líquido, nomeadamente RL apresenta uma média com um valor reduzido (0,162 Eur), que resulta de duas empresas da amostra evidenciarem resultados negativos, nomeadamente a Imobiliária Grão-Pará e a Sonae Capital.

Quanto ao ajustamento no resultado líquido, o valor da média é de -0,010 Eur, o que resulta do facto de apenas os CTT se destacarem com um valor mais significativo (0,004 Eur), sendo que as restantes empresas que evidenciam um ajustamento positivo apresentarem um valor diminuto. Em oposição, destaca-se a Ibersol com o ajustamento negativo mais acentuado no resultado líquido.

É de realçar que a literatura anterior no que respeita ao impacto no resultado líquido não é completamente consensual, uma vez que, conforme salientado por Čevizović e Mijoč (2019), os resultados do exercício são afetados, no entanto o impacto depende do prazo da locação, da taxa de juro e do valor do capital em aberto à data de transição.

No que respeita às variáveis ativo e passivo, que apresentam um valor de média de 9,130 Eur e 5,892 Eur respetivamente, é notória a discrepância entre o valor mínimo e máximo, que é naturalmente justificado pela disparidade na dimensão das empresas da amostra. Contudo, quanto à média das variáveis explicativas, direito de uso (0,669 Eur) e passivo da locação (0,695 Eur), estas evidenciam valores aproximados, sendo a segunda variável ligeiramente superior à primeira. Isto resulta do facto de que o montante reconhecido no ativo e no passivo referente às locações operacionais ser muito semelhante, sendo neste caso o passivo ligeiramente superior ao ativo. Estas duas variáveis indicam um valor mínimo nulo em consequência de certas empresas da amostra não deterem locações operacionais. A empresa que se destaca com o valor mais elevado nestas duas variáveis é a Ibersol que pertence ao setor *consumer discretionary*, que de acordo com a literatura anterior é o setor mais impactado pela implementação da IFRS 16 (Öztürk e Serçemeli, 2016; Sacarin, 2017; Díaz e Ramírez, 2018a; Stancheva-Todorova e Velinova-Sokolova, 2019).

5.3 Análise preliminar

Neste ponto, com o objetivo de dar resposta à hipótese de investigação formulada no capítulo 3, designadamente, qual o impacto da implementação da IFRS 16 no mercado de capitais, recorreu-se a gráficos de dispersão que permitem determinar se existe uma relação ou associação entre duas variáveis.

Deste modo, as figuras abaixo relacionam as variáveis explicativas ajustamento no capital próprio, direito de uso e passivo da locação, com a variável dependente, preços das ações a 30.06.2019.

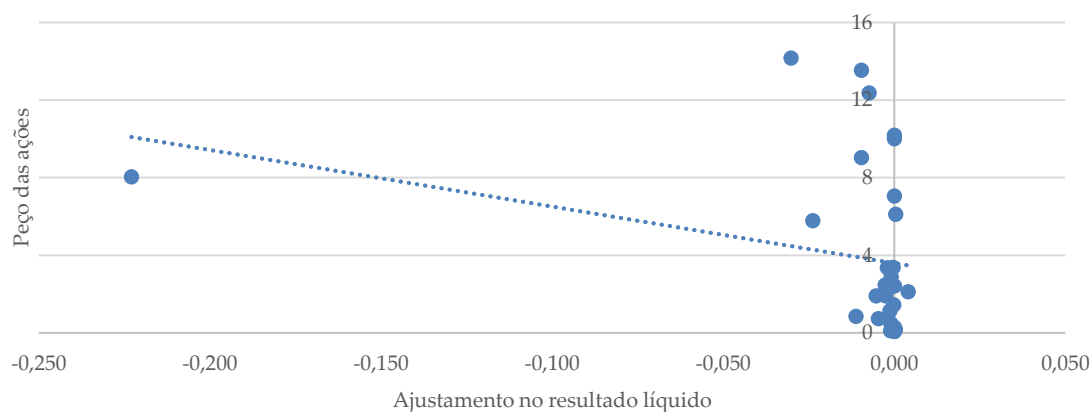


Figura 1: Análise preliminar do ajustamento do resultado líquido no preço das ações

A figura 1 apresenta a relação entre o preço das ações e o ajustamento no resultado líquido e evidencia uma relação moderada, porém negativa, entre estas variáveis, o que sugere que a variável independente afeta a variável dependente e neste seguimento valida a hipótese de investigação.

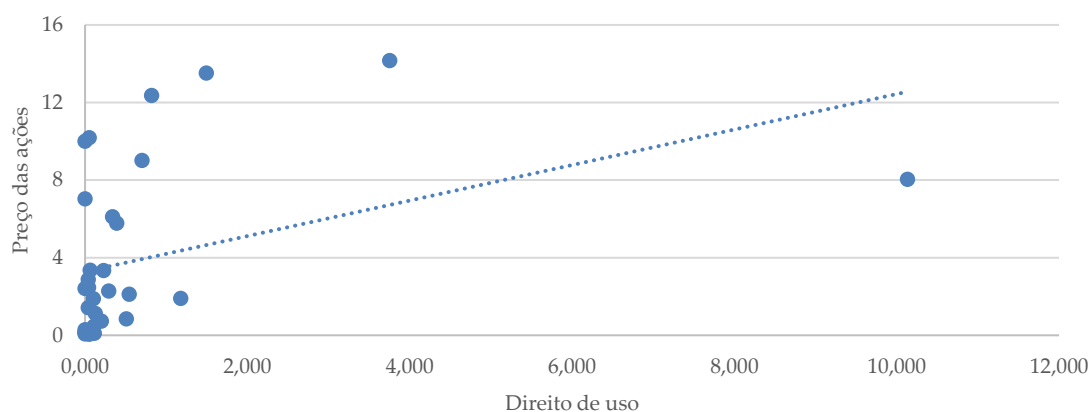


Figura 2: Análise preliminar do ajustamento do direito de uso no preço das ações

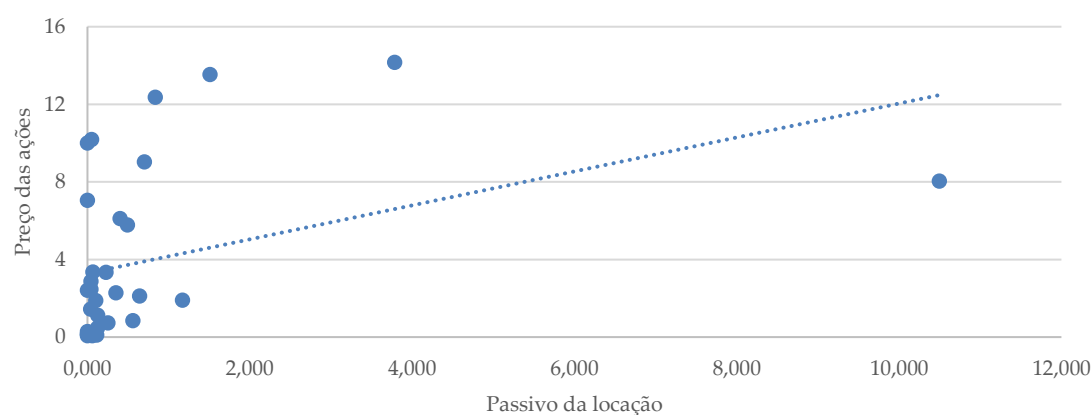


Figura 3: Análise preliminar do ajustamento do passivo da locação no preço das ações

As figuras 2 e 3 apresentam a relação entre o preço e as variáveis direito de uso e passivo da locação respetivamente. Note-se que a correlação positiva que as variáveis explicativas apresentam com a variável dependente é semelhante, o que é normal, uma vez que os valores das duas variáveis são também similares. Posto isto, estas variáveis relativamente à variável dependente mostram-se moderadamente relacionadas. Em geral, é possível verificar que as variáveis acima descritas apresentam uma correlação razoável com a variável dependente, o que indica que a hipótese acima mencionada é válida e deste modo, espera-se um impacto por parte destas variáveis no preço. Contudo, esta análise será validada apenas no ponto seguinte deste capítulo, que apresenta os resultados dos modelos estimados.

5.4 Resultados da estimação

Com objetivo de dar resposta à hipótese de investigação, procedeu-se à estimação dos modelos indicados no capítulo 4 e os resultados encontram-se evidenciados na tabela 2.

Os modelos foram estimados utilizando o método de mínimos quadrados que é amplamente utilizado em estudos econométricos. Este método estabelece vários pressupostos, entre eles a homocedasticidade dos erros, que significa que a variância do erro, presente nas equações, é assumido constante. Para dar resposta às falhas deste pressuposto, nas estimações dos modelos foram utilizados erros-padrão robustos à heteroscedasticidade.

Outro pressuposto do método de mínimos quadrados, crucial para os testes de significância, é que os erros seguem uma distribuição normal. Este pressuposto foi testado e está indicado na tabela acima como TN (Teste de normalidade). Neste teste, *p-values* superiores a 5%, indicam que os erros seguem uma distribuição normal.

Este método pressupõe também a ausência de multicolinearidade, que significa que as variáveis independentes não podem estar demasiado linearmente relacionadas. Para avaliar este pressuposto foi calculado o VIF (*Variance Inflation Factor*) e os seus resultados estão também indicados na tabela abaixo.

Adicionalmente, a tabela indica ainda o coeficiente de determinação (R^2), que expressa o poder explicativo de cada modelo, ou seja, mede a capacidade das variáveis independentes explicarem a variância da variável dependente, o que significa que, quanto maior o seu valor, melhor o modelo se ajusta à amostra. Este varia entre 0 e 1, podendo também ser apresentado em termos percentuais.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
CP	0,109 (0,498)				
RL	2,708 (0,203)				
CPOV		0,046 (0,747)			
IMPCP		-15,722 ** (0,050)	-15,576 * (0,080)		-15,472 * (0,091)
RLOV		3,639 ** (0,050)			
IMPRL		-8,244 *** (0,006)	-8,659 *** (0,005)	52,190 ** (0,037)	-8,486 *** (0,008)
CPI			-0,009 (0,938)		-0,023 (0,863)
OVCP			-0,948 (0,567)		-0,454 (0,804)
RLI			4,211 *** (0,010)	4,155 *** (0,007)	3,824 ** (0,029)
OVRL			3,383 ** (0,043)	3,650 ** (0,020)	2,932 (0,105)
AT				0,133 (0,353)	
OVAT				-1,821 (0,251)	
DU				-9,504 (0,272)	
PT				-0,250 (0,212)	
OVPT				1,858 (0,262)	
PL				10,504 (0,232)	
R ²	0,372	0,474	0,539	0,640	0,507
VIF	3,010 3,010	2,410 3,880	5,300 13,270	2 174,150 10 087,870	5,300 13,270
TN	4,140 (0,126)	3,050 (0,218)	2,290 (0,319)	1,460 (0,482)	4,250 (0,119)

Notas: Número de observações:32; CP – capital próprio a 30.06.2019; CPI - capital próprio a 31.12.2018; CPOV – capital próprio a 31.12.2018; OVCP - outras variações não relacionadas com a IFRS 16; IMPCP - ajustamento reconhecido no capital próprio resultante da implementação IFRS 16; RL – resultado líquido do exercício de 30.06.2019; RLI - resultado líquido do exercício de 30.06.2018; RLOV - resultado líquido do exercício de 30.06.2018, acrescido das outras variações não relacionadas com a IFRS 16; OVRL - variações no resultado líquido que não resultam da adoção da IFRS 16; IMPRL - ajustamento no resultado do semestre provocado pela IFRS 16; AT – ativo a 31.12.2018; OVAT - outras variações decorrentes da diferença entre o ativo a 30.06.2019 e o ativo a 31.12.2018 ajustado pela implementação da IFRS 16; DU - direito de uso a 30.06.2019; PT - passivo da empresa a 31.12.2018; OVCP - outras variações decorrentes da diferença entre o passivo a 30.06.2019 e o passivo a 31.12.2018 ajustado pela implementação da IFRS 16; PL - passivo da locação associado ao direito de uso a 30.06.2019; Todas as variáveis independentes foram deflacionadas pelo número de ações. Entre parênteses está o erro padrão robusto à heterocedasticidade. *** = a 1% de significância; ** = a 5% de significância; * = a 10% de significância; TN (Teste de normalidade) – primeira linha está o valor dos testes e na segunda linha os *p-values*; VIF (*Variance Inflation Factor*) – primeira linha é apresentado o valor médio e na segunda linha o valor máximo.

Tabela 2: Resultados da estimação

Inicialmente, estimou-se o modelo base (1) em que se observou que tanto o capital próprio como o resultado líquido não são estatisticamente significativos, o que significa que as variáveis independentes não evidenciam influência sobre o preço. Este modelo apresenta um coeficiente de determinação de 37,2% e de acordo com o teste VIF, as variáveis explicativas não estão excessivamente linearmente relacionadas. Importa referir que o teste de normalidade sugere que os erros seguem uma distribuição normal.

No segundo modelo (2), onde há a segregação do capital próprio e do resultado líquido em duas variáveis adicionais, o coeficiente de determinação aumenta (47,4%) face ao modelo anterior e verifica-se que à exceção do CPOV, as outras componentes são estatisticamente significativas, sendo o IMPCP e o RLOV a um nível de significância de 5% e o IMPRL a um nível de significância de 1%, que valida a hipótese de investigação. Adicionalmente, neste modelo, também se verifica que a estimativa dos coeficientes associados às variáveis explicativas IMPCP e IMPRL apresentam um sinal negativo, ou seja, à medida que o impacto no capital próprio e resultado líquido diminui, o preço das ações tende a aumentar, contrariamente ao que era espectável, uma vez que, sendo assim o impacto esperado pelo mercado, mostra-se mais gravoso do que o efetivo. Finalmente, em consonância com o modelo anterior, é também evidenciado que as variáveis não estão excessivamente linearmente relacionadas e que os erros seguem uma distribuição normal.

De seguida, resolveu-se desdobrar o capital próprio e o resultado líquido em três variáveis, conforme salientado no terceiro modelo. Neste modelo, o coeficiente de determinação é de 53,9% e verifica-se que tanto a variável CPI como a variável OVCP não são estatisticamente significativas para a explicação das cotações, o que significa que quer o capital próprio a 31.12.2018 quer as outras variações no capital próprio não evidenciam um efeito no preço das ações. Por outro lado, a variável IMPCP é estatisticamente significativa, a um nível de

significância de 10%. No que respeita às variáveis relacionadas com o resultado líquido, todas apontam ser estatisticamente significativas, sendo que a variável OVRL é estatisticamente significativa a 5% de significância, enquanto que RLI e IMPRL demonstram significância a um nível de 1%. Deste modo, no caso das variáveis relativas ao resultado líquido, todas apresentam impacto nas cotações, nomeadamente a variável IMPRL, o que valida a hipótese de investigação. Relativamente aos sinais apresentados, este modelo é concordante com o modelo anterior, ou seja, evidencia sinais negativos nas variáveis explicativas IMPCP e IMPRL, o que sugere que à medida que estas diminuem as cotações tendem a aumentar, o que não era espectável, conforme salientado no modelo 2. Este modelo, tal como os anteriores, também não apresenta uma relação linear entre as variáveis demasiado acentuada, de acordo com o resultado VIF e os erros seguem uma distribuição normal.

Posteriormente, estimou-se o modelo 4, que apresenta um coeficiente de determinação de 64,0% e decompõe o capital próprio em ativo e passivo. Estas duas variáveis não se mostram estatisticamente significativas, assim como OVAT e OVPT e as variáveis explicativas, DU e PL. No que respeita às variáveis de resultados, estas continuam a evidenciar-se estatisticamente significativas, tal como identificado no modelo 3, sendo OVRL e IMPRL, a um nível de significância de 5%, e RLI, a um nível de significância de 1%, o que significa que estas variáveis afetam as cotações de mercado, sendo validada a hipótese de investigação. O teste de normalidade evidencia que os erros seguem uma distribuição normal. No caso da estimativa do coeficiente associado à variável explicativa IMPRL, contrariamente aos modelos anteriores, é evidenciado um sinal positivo, o que era esperado, ou seja, à medida que o impacto no resultado líquido aumenta o preço das ações também aumenta. No entanto, o pressuposto da ausência de multicolinearidade é desrespeitado, o que invalida o sinal positivo acima apresentado, uma vez que, o modelo 4 apresenta um VIF médio

de 2 174,150, que significa que as variáveis estão excessivamente linearmente relacionadas, o que não está em conformidade com o pressuposto, previsto no método dos mínimos quadrados ordinários. Este pressuposto não sendo cumprido, impossibilita a estimação com precisão, do efeito de cada variável independente na variável dependente, uma vez que, quanto maior a correlação entre as variáveis independentes, menos informação estará disponível para estimar os coeficientes associados às variáveis explicativas. Deste modo, não é possível concluir tendo por base o modelo 4, conforme o esperado e indicado no capítulo 4.

Com efeito, de forma a dar resposta à hipótese de investigação, conclui-se tendo por base o modelo 3 que, conforme referido anteriormente, é estatisticamente significativo a 1% de significância no que respeita à variável IMPRL. Este resultado é concordante com a expectativa de relação entre as variáveis impacto no resultado líquido e preço das ações evidenciada na análise preliminar e ainda, valida a hipótese de investigação formulada no capítulo 3, uma vez que os ajustamentos resultantes da adoção da IFRS 16 são relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado.

Adicionalmente, embora a literatura sugira que o mercado incorpora nos preços toda a informação pública disponível, nomeadamente a que é prestada no anexo às demonstrações financeiras, o sinal da estimativa do coeficiente associado ao impacto no resultado líquido é negativo, o que significa que à medida que esta variável diminui o preço das ações aumenta. Este resultado pode ser justificado, como sugerido antes, pelo facto da adoção da IFRS 16 originar uma correção nas estimativas efetuadas por parte dos participantes do mercado, mais precisamente em empresas onde o impacto é negativo, mas menos gravoso do que estes haviam estimado com base nas informações divulgadas no anexo às demonstrações financeiras.

Deste modo, confirma-se que os participantes no mercado tendencialmente valorizam excessivamente as locações operacionais que estavam fora do balanço, em parte devido ao maior esforço que tinham de fazer para obter essa informação. Os resultados estão em conformidade com o estudo de Nelson e Taylor (2007), que já indicava que poderia haver algum enviesamento no sentido de penalizar mais as locações fora do balanço. Assim, é de admitir que os ajustamentos decorrentes da IFRS 16 sejam relevantes para o mercado na medida em que permitiram corrigir esse enviesamento.

Neste seguimento, também o IASB (2016b) considerava que, uma vez que a informação divulgada pelas empresas era limitada, as estimativas feitas, pelos participantes do mercado de capitais estavam condicionadas, o que levava a que os ajustamentos feitos por investidores por vezes resultassem em passivos fora do balanço mais elevados do que seriam se fossem calculados com mais precisão.

De seguida, estimou-se o modelo 5, tendo por base a equação do modelo 3 com a alteração da variável dependente preço das ações a 30.06.2019, para a variável preço das ações um dia após a divulgação do relatório e contas do 1º semestre de 2019, de modo a verificar se o mercado evidencia uma reação diferente após ter acesso aos relatórios e contas. Os resultados obtidos são de forma geral semelhantes aos obtidos com o modelo 3, embora o coeficiente de determinação deste modelo diminua (50,74%), o que significa que, apesar de à data de 30.06.2019 os relatórios ainda não terem sido disponibilizados, o mercado já havia incorporado a informação reportada através de outros mecanismos, designadamente relatórios anteriores, ainda que com algum nível de enviesamento.

Por último, dado que nas figuras da análise preliminar são evidenciados *outliers*, ou seja, valores de dados que estão distantes dos restantes e que parecem afetar os resultados, foram reestimados os modelos 3 e 5 com a exclusão da

empresa Ibersol¹, de modo a verificar se os resultados obtidos seriam ainda estatisticamente significativos. Deste modo, apurou-se que os resultados estão em consonância com os obtidos anteriormente, isto é, o ajustamento no resultado líquido decorrente da IFRS 16 mantem-se estatisticamente significativo a 1%.

¹ Os *outliers* presentes nas figuras da análise preliminar referem-se à empresa Ibersol.

Capítulo 6

Conclusão

A IFRS 16 entrou em vigor a 1 de janeiro de 2019 e introduziu um modelo único de contabilização das locações, eliminando, para locatários, a distinção entre a contabilização de locações operacionais e locações financeiras. Este novo normativo implicou o reconhecimento de novos ativos e passivos, de modo que era espectável que afetasse as demonstrações financeiras, ao nível do balanço, demonstrações dos resultados, rácios económico-financeiros, e por conseguinte, aportasse nova informação para os utilizadores das demonstrações financeiras.

Deste modo, vários foram os autores que estudaram o potencial impacto da nova norma nas demonstrações financeiras e a correspondente reação do mercado de capitais.

O presente estudo teve como finalidade investigar qual o impacto que a adoção da norma teve no mercado de capitais, mais precisamente, nas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, uma vez que à data do estudo já foram divulgadas demonstrações financeiras intercalares após a introdução da norma.

Os resultados obtidos validam a hipótese de investigação formulada, isto é, os ajustamentos resultantes da adoção da IFRS 16 são relevantes para a avaliação das empresas pelo mercado e embora o mercado incorpore nos preços a informação pública disponível, nomeadamente a que é prestada no anexo às demonstrações financeiras, a adoção da IFRS 16 originou uma correção nas estimativas efetuadas por parte dos participantes do mercado, nomeadamente

em empresas onde o impacto é negativo, mas menos gravoso do que estes haviam estimado com base nas informações divulgadas no anexo às demonstrações financeiras. Estas correções resultam em parte, das divulgações por parte das empresas relativamente às locações operacionais serem insuficientes.

Neste seguimento, a presente dissertação está também em consonância com o indicado pelo IASB (2016b), que afirma que as estimativas feitas, pelos participantes do mercado de capitais estavam condicionadas, o que levava a que os ajustamentos feitos por estes, por vezes resultassem em passivos fora do balanço mais elevados do que seriam se fossem calculados com mais precisão.

Com efeito, conclui-se que a adoção da IFRS 16 traz conteúdo informativo adicional para o mercado de capitais, e desse modo, a introdução da norma aumenta a utilidade da informação para os destinatários na medida em que a capitalização das locações operacionais aumenta a comparabilidade das demonstrações financeiras de empresas com diferentes opções de financiamento dos seus ativos.

Como limitação ao estudo surge a reduzida dimensão da amostra que contempla apenas empresas portuguesas cotadas, o que impossibilitou a estimação dos modelos consoante o método de transição utilizado, assim como uma análise desagregada por setores de atividade.

Para estudos futuros sugere-se o aumento da amostra para as 100 maiores empresas cotadas da Europa, de forma a permitir que os resultados obtidos sejam mais confiáveis e possam ser introduzidas variáveis de controlo como o método de transição utilizado e setor de atividade.

Bibliografija

Altamuro, J., Johnston, R., Pandit, S., & Zhang, H. (2014). Operating leases and credit assessments. *Contemporary Accounting Research*, 31(2), 551-580.

Barth, M. E., Beaver, W., & Landsman, W. (2000, October). The relevance of value relevance research. In *Journal of Accounting and Finance Conference at Stanford University in October*.

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 77-104.

Barone, E., Birt, J., & Moya, S. (2014). Lease accounting: A review of recent literature. *Accounting in Europe*, 11(1), 35-54.

Beattie, V., Edwards, K., & Goodacre, A. (1998). The impact of constructive operating lease capitalisation on key accounting ratios. *Accounting and Business Research*, 28(4), 233-254.

Bunea-Bontaș, C. A. (2017). Lease accounting under IFRS 16 and IAS 17–A comparative approach. *Revista Economica Contemporană*, 2(2), 78-84.

Čevizović, I., & Mijoč, I. (2019). Implications of the new accounting model for leases. *Ekonomski vjesnik/Econviews-Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 32(1), 195-207.

Cheng, C. A., & Hsieh, S. J. (2000). Value relevance of the earnings impact of lease capitalization. *Advances in Accounting*, 17, 31-64.

Cornaggia, K. J., Franzen, L. A., & Simin, T. T. (2013). Bringing leased assets onto the balance sheet. *Journal of Corporate Finance*, 22, 345-360.

Cunha, L. P. M. (2015). Locações-Impactos da alteração da norma internacional.

Da Silva, C. D. L. A. (2018). Locação Operacional-impacto da IFRS 16 na avaliação das empresas.

Duke, J. C., Hsieh, S. J., & Su, Y. (2009). Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-Enron era. *Advances in Accounting*, 25(1), 28-39.

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.

Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary accounting research*, 11(2), 689-731.

Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1996). Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. *Journal of accounting research*, 34(2), 209-234.

Fitó, M. À., Moya, S., & Orgaz, N. (2013). Considering the effects of operating lease capitalization on key financial ratios. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 42(159), 341-369.

Giner, B., & Pardo, F. (2017). Operating lease decision and the impact of capitalization in a bank-oriented country. *Applied Economics*, 49(19), 1886-1900.

Giner, B., & Pardo, F. (2018). The Value Relevance of Operating Lease Liabilities: Economic Effects of IFRS 16. *Australian Accounting Review*, 28(4), 496-511.

Gouveia, D. (2019). The effects of the new accounting standard for leases on firms (Doctoral dissertation).

Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 3-75.

Honrado, L. E. F. (2018). The value relevance of individual and consolidated statements: a comparison for the Portuguese listed firms.

IASB - International Accounting Standards Board (2016a). Project Summary and Feedback Statement - IFRS 16 Leases, disponível em <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-project-summary.pdf>

IASB - International Accounting Standards Board (2016b). Effects Analysis - IFRS 16 Leases, disponível em <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>

Imhoff Jr, E. A., Lipe, R. C., & Wright, D. W. (1991). Operating leases: Impact of constructive capitalization. *Accounting Horizons*, 5(1), 51.

Joubert, M., Garvie, L., & Parle, G. (2017). Implications of the New Accounting Standard for Leases AASB 16 (IFRS 16) with the Inclusion of Operating Leases in the Balance Sheet. *The Journal of New Business Ideas & Trends*, 15(2), 1-11.

Kusano, M. (2018). Effect of capitalizing operating leases on credit ratings: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, 45-56.

Lim, S. C., Mann, S. C., & Mihov, V. T. (2003, December). Market Evaluation of Off-Balance sheet financing: You can run but you can't hide. In EFMA 2004 Basel Meetings Paper.

Lindsey, B. P. (2006). A value relevance examination of the current leasing standard.

Liviu-Alexandru, T. (2018). The Advantages that IFRS 16 Brings to the Economic Environment. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, 18(1), 510-513.

Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2018). The Effects on Financial Leverage and Performance: The IFRS 16. *International Business Research*, 11(8), 76-89.

Maglio, R., Rapone, V., & Rey, A. (2018). Capitalisation of operating lease and its impact on firm's financial ratios evidence from Italian listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 152-162.

Mey, M. T. (2016). The value relevance of straight-lining lease expenses.

Morales-Díaz, J., & Zamora-Ramírez, C. (2018a). The impact of IFRS 16 on key financial ratios: a new methodological approach. *Accounting in Europe*, 15(1), 105-133.

Morales Díaz, J., & Zamora Ramírez, C. (2018b). IFRS 16 (leases) implementation: Impact of entities' decisions on financial statements. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*, 17, 60-97.

Nelson, M. W., & Tayler, W. B. (2007). Information pursuit in financial statement analysis: Effects of choice, effort, and reconciliation. *The Accounting Review*, 82(3), 731-758.

Nuryani, N., Heng, T. T., & Julieta, N. (2015). Capitalization of Operating Lease and Its Impact on Firm's Financial Ratios. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211, 268-276.

Ohlson, J. A. (1999). On transitory earnings. *Review of accounting studies*, 4(3-4), 145-162.

Öztürk, M., & Serçemeli, M. (2016). Impact of New Standard" IFRS 16 Leases" on Statement of Financial Position and Key Ratios: A Case Study on an Airline Company in Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(4), 143.

Pardo, F., & Giner, B. (2018). The capitalization of operating leases: Analysis of the impact on the IBEX 35 companies. *Intangible Capital*, 14(3), 445-483.

Sacarin, M. (2017). IFRS 16 “Leases” –consequences on the financial statements and financial indicators. *The Audit Financier journal*, 15(145), 114-114.

Sari, E., Altintas, A. T., & Taş, N. (2016). The Effect of the IFRS 16: Constructive Capitalization of Operating Leases in the Turkish Retailing Sector. *Journal of Business, Economics and Finance (JBEF)*, ISSN, 2146-7943.

Sengupta, P., & Wang, Z. (2011). Pricing of off - balance sheet debt: how do bond market participants use the footnote disclosures on operating leases and postretirement benefit plans?. *Accounting & Finance*, 51(3), 787-808.

Singh, A. (2012). Proposed lease accounting changes: Implications for the restaurant and retail industries. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 36(3), 335-365.

Stancheva-Todorova, E., & Velinova-Sokolova, N. (2019). IFRS 16 Leases and Its Impact on Company’s Financial Reporting, Financial Ratios and Performance Metrics. *Economic Alternatives*, (1), 44-62.

Tsalavoutas, I., André, P., & Evans, L. (2012). The transition to IFRS and the value relevance of financial statements in Greece. *The British Accounting Review*, 44(4), 262-277.

Wong, K., & Joshi, M. (2015). The impact of lease capitalisation on financial statements and key ratios: Evidence from Australia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(3), 27-44.

Xu, W., Davidson, R. A., & Cheong, C. S. (2017). Converting financial statements: operating to capitalised leases. *Pacific accounting review*.

Anexos

Anexo 1 – Lista das empresas da amostra e respetivo setor

Empresa	Setor de atividade
ALTRI SGPS	Indústria
COFINA SGPS	Serviços ao consumidor
CORTICEIRA AMORIM	Bens de consumo
CTT CORREIOS PORTUGAL	Indústria
EDP ENERGIAS	Serviços de utilidade pública
EDP RENOVAVEIS	Serviços de utilidade pública
ESTORIL SOL N	Serviços ao consumidor
GALP ENERGIA-NOM	Petróleo e Gás
GLINTT	Tecnologia
IBERSOL SGPS	Serviços ao consumidor
IMOB.C GRAO PARA	Indústria
IMPRESA SGPS	Serviços ao consumidor
INAPA-INV. P. GESTAO	Materiais básicos
J. MARTINS SGPS	Serviços ao consumidor
MEDIA CAPITAL	Serviços ao consumidor
MOTA ENGIL	Indústria
NOS SGPS	Serviços ao consumidor
NOVABASE SGPS	Tecnologia
OREY ANTUNES ESC.	Indústria
PHAROL	Telecomunicações
RAMADA	Materiais básicos
REDITUS SGPS	Tecnologia
REN	Serviços de utilidade pública
SEMAPA	Materiais básicos
SONAE	Serviços ao consumidor
SONAE CAPITAL	Financeiro
SONAE IND.SGPS	Indústria
SONAE COM SGPS	Telecomunicações
TEIXEIRA DUARTE	Indústria
THE NAVIGATOR COMP	Materiais básicos
TOYOTA CAETANO	Indústria
VAA VISTA ALEGRE	Bens de consumo

Fonte: Base de dados Datastream